

PhD THESIS DECLARATION

I, the undersigned

FAMILY NAME	Prenestini
NAME	Francesca
Student ID no.	o849653

Thesis title:

Autonomia e contratto nell'organizzazione degli obbligazionisti

PhD in	Diritto dell'Impresa
Cycle	28°
Student's Tutor	Mario Notari
Year of thesis defence	2017

DECLARE

under my responsibility:

- 1) that, according to Italian Republic Presidential Decree no. 445, 28th December 2000, mendacious declarations, falsifying records and the use of false records are punishable under the Italian penal code and related special laws. Should any of the above prove true, all benefits included in this declaration and those of the temporary "embargo" are automatically forfeited from the beginning;
- 2) that the University has the obligation, according to art. 6, par. 11, Ministerial Decree no. 224, 30th April 1999, to keep a copy of the thesis on deposit at the "Biblioteche Nazionali Centrali" (Italian National Libraries) in Rome and Florence, where consultation will be permitted, unless there is a temporary "embargo" protecting the rights of external bodies and the industrial/commercial exploitation of the thesis;
- 3) that the Bocconi Library will file the thesis in its "Archivio Istituzionale ad Accesso Aperto" (Institutional Registry) which permits online consultation of the complete text (except in cases of temporary "embargo");
- 4) that, in order to file the thesis at the Bocconi Library, the University requires that the thesis be submitted online by the student in unalterable format to

Società NORMADEC (acting on behalf of the University), and that NORMADEC will indicate in each footnote the following information:

- PhD thesis *Autonomia e contratto nell'organizzazione degli obbligazionisti*;
 - by Prenestini Francesca;
 - defended at Università Commerciale “Luigi Bocconi” – Milano in the year 2017;
 - the thesis is protected by the regulations governing copyright (Italian law no. 633, 22nd April 1941 and subsequent modifications). The exception is the right of Università Commerciale “Luigi Bocconi” to reproduce the same, quoting the source, for research and teaching purposes;
- 5) that the copy of the thesis submitted online to Normadec is identical to the copies handed in/sent to the members of the Thesis Board and to any other paper or digital copy deposited at the University offices, and, as a consequence, the University is absolved from any responsibility regarding errors, inaccuracy or omissions in the contents of the thesis;
- 6) that the contents and organization of the thesis is an original work carried out by the undersigned and does not in any way compromise the rights of third parties (Italian law, no. 633, 22nd April 1941 and subsequent integrations and modifications), including those regarding security of personal details; therefore the University is in any case absolved from any responsibility whatsoever, civil, administrative or penal, and shall be exempt from any requests or claims from third parties;
- 7a) that the thesis is not subject to “embargo”, i.e. that it is not the result of work included in the regulations governing industrial property; it was not written as part of a project financed by public or private bodies with restrictions on the diffusion of the results; is not subject to patent or protection registrations.

Date 31 gennaio 2017

ABSTRACT

Nel corso della lunga durata del rapporto tra società emittente e obbligazionisti, può insorgere l'esigenza di concordare delle modificazioni delle condizioni – anche strutturali – del prestito obbligazionario.

Alcuni ordinamenti impongono, a tal fine, che il consenso sia espresso individualmente da ciascun obbligazionista, qualificando la regola della necessaria unanimità in rari casi come inderogabile, in altri come regola di *default*. Altri ordinamenti, in deroga ai principi generali in materia contrattuale, prevedono che sulle modifiche delle condizioni fondamentali convenute in sede di emissione sia chiamata a esprimersi la maggioranza, di norma qualificata, degli obbligazionisti, attraverso un voto vincolante anche nei confronti della minoranza assente o dissenziente.

Il modello dell'unanimità non appare in linea con la rapida evoluzione dei mercati e della legislazione che caratterizza le moderne economie, né riflette un bisogno di protezione attuale della categoria degli obbligazionisti, ponendosi anzi come causa di abusi e distorsioni del sistema.

La disciplina auspicabile, dunque, è quella che rimette agli obbligazionisti la possibilità di aderire o meno, tramite una deliberazione assembleare assunta a maggioranza, alla proposta di rinegoziazione delle condizioni fondamentali del prestito obbligazionario e finanche di conversione del debito in capitale, stante la garanzia di un voto espresso liberamente, informato e non inficiato da conflitti di interessi.

Laddove, come nell'ordinamento italiano, tale potere risulti (apparentemente) precluso da una consolidata interpretazione restrittiva, questo può essere restituito agli obbligazionisti attraverso la valorizzazione del principio di autonomia contrattuale e l'ampliamento, in via pattizia, del novero delle competenze dell'assemblea degli obbligazionisti.

L'obiettivo della ricerca, dunque, è verificare se l'autonomia privata possa disporre una regolamentazione del prestito obbligazionario mediante la quale sia attribuita espressamente all'assemblea degli obbligazionisti la competenza a deliberare, con una maggioranza qualificata, sulle modificazioni delle condizioni fondamentali del prestito e sulla conversione del debito in *equity*.

L'indagine muove da un inquadramento del problema della decisione degli obbligazionisti sulle modifiche alle condizioni originarie del prestito obbligazionario e si snoda attraverso un'analisi dei modelli ipotizzabili, delle soluzioni adottate in concreto dagli ordinamenti stranieri e nel contesto della ristrutturazione del debito sovrano, volta a individuare la soluzione ottimale, anche in relazione alle caratteristiche del mercato dei *corporate bonds* in Italia.

Una disamina della disciplina relativa all'organizzazione e, in particolare, all'assemblea degli obbligazionisti – condotta, altresì, in prospettiva comparatistica e storica, sino a una sua rilettura alla luce delle innovazioni introdotte dalla riforma del 2003 – ha permesso di analizzare la natura delle norme e di valutare entro quali limiti si tratti di regole derogabili dall'autonomia privata.

Da ultimo, è sviluppata un'approfondita analisi sugli effettivi limiti della competenza assembleare e sulla natura della decisione sulla conversione del debito in capitale, attraverso una revisione in chiave critica degli orientamenti tradizionali.

Valorizzando l'autonomia contrattuale e il ruolo dell'organizzazione di gruppo, risulta, in definitiva, possibile formulare una clausola contrattuale volta ad attribuire all'assemblea degli obbligazionisti la competenza sulla modifica delle condizioni fondamentali del prestito obbligazionario e a consentire l'adozione di misure più radicali, quali la conversione del debito in *equity*.

Desidero ringraziare la Fondazione Cariplo per aver contribuito, attraverso il Cariplo Thesis Research Grant, a finanziare il periodo trascorso quale Visiting Researcher presso la Harvard Law School, ove ho potuto svolgere la mia attività di ricerca avvalendomi della preziosa guida del Prof. Mark. J. Roe.

*«È questa risultanza di fatto che campeggia
a dare il tracollo all'assunto degli obbligazionisti dissidenti,
destando il senso di quello che è l'interesse vivo della causa
e fa della specie caso tipico della saggia provvidenza del legislatore,
onde non sia lecito ad una minoranza,
attaccata alla pretesa assolutezza del suo diritto,
sotto un'errata visione del proprio interesse medesimo,
costi quel che costi, produrre il danno di tutti».*
App. Roma, 14 marzo 1929, in *Giur. it.*, 1929, II, 228 ss.

INDICE SOMMARIO

CAPITOLO I

LE MODIFICAZIONI DELLE CONDIZIONI ESSENZIALI DEL PRESTITO
OBBLIGAZIONARIO TRA VETO INDIVIDUALE E VOTO A MAGGIORANZA

1. Premessa.....	13
2. La modifica delle condizioni essenziali del prestito obbligazionario. I modelli ipotizzabili.	18
2.1. La necessaria unanimità.....	19
2.1.1. (<i>segue</i>): Il c.d. <i>holdout problem</i>	20
2.1.2. (<i>segue</i>): Le ragioni dell' <i>holdout problem</i>	25
2.2. Il voto a maggioranza.....	28
3. La disciplina delle modificazioni delle condizioni essenziali del prestito obbligazionario. Uno sguardo comparatistico.	29
3.1. L'adozione del criterio della necessaria unanimità quale regola inderogabile ..	31
3.1.1. (<i>segue</i>): ...e quale regola di <i>default</i>	32
3.2. La scelta del principio di maggioranza.	33
4. La ristrutturazione delle emissioni obbligazionarie nel debito sovrano.	38
5. Il fondamento e i limiti del modello della necessaria unanimità.	42
5.1. La tutela dell'investitore non professionale.	43
5.1.1. (<i>segue</i>): Il mercato italiano delle obbligazioni.	49
5.2. I principi del diritto dei contratti.	52
5.3. La negoziabilità dei titoli.	55
6. Veto individuale <i>versus</i> voto a maggioranza. Prime conclusioni.	58

CAPITOLO II

L'ORGANIZZAZIONE DEGLI OBBLIGAZIONISTI TRA DISCIPLINA LEGALE E
AUTONOMIA CONTRATTUALE

1. Origini ed evoluzione storica della disciplina.....	63
2. L'organizzazione degli obbligazionisti nel diritto comparato. Cenni.....	69
3. La disciplina dell'organizzazione degli obbligazionisti. Profili rilevanti.	76
3.1. Il conflitto di interessi e la "vendita del voto" nell'assemblea degli obbligazionisti.	77
3.2. La natura e il ruolo del rappresentante comune.	88

4. L'interesse comune quale criterio qualificante.	93
5. La natura giuridica dell'organizzazione di gruppo.	96
6. La posizione dell'organizzazione degli obbligazionisti rispetto alla società emittente.....	104
7. La <i>ratio</i> della disciplina dell'organizzazione degli obbligazionisti.	106
7.1. La tutela collettiva dell'interesse comune.....	107
8. La natura imperativa o suppletiva della disciplina dell'organizzazione degli obbligazionisti.....	112
9. La derogabilità della disciplina legale. Ambito e limiti.....	120
10. Il ruolo dell'autonomia nella disciplina dell'organizzazione di gruppo. Prime conclusioni.....	130
11. Autonomia contrattuale e legge applicabile alle emissioni obbligazionarie.....	131
11.1. Sulla legge applicabile al prestito obbligazionario.	132
11.1.1. (<i>segue</i>): La tesi della determinazione rimessa all'autonomia delle parti.	134
11.1.2. (<i>segue</i>): L'orientamento favorevole all'applicazione della <i>lex societatis</i>	135
11.2. Limiti all'applicazione del diritto straniero.....	136
11.3. La competenza sulle modificazioni delle condizioni del prestito obbligazionario in ipotesi di emissione estera. Conclusioni.	140
12. Il regolamento negoziale del prestito obbligazionario.....	141
13. Le specifiche previsioni regolamentari.....	143
13.1. (<i>segue</i>): Le clausole relative all'operazione di finanziamento.....	144
13.2. (<i>segue</i>):...e la disciplina dell'organizzazione di gruppo.....	146
14. Profili di (eventuale) incidenza del contratto sull'organizzazione di gruppo. Prime conclusioni.....	147

CAPITOLO III

LE MODIFICAZIONI DELLE CONDIZIONI DEL PRESTITO OBBLIGAZIONARIO E L'IPOTESI DELLA CONVERSIONE DEL DEBITO IN *EQUITY*

1. La competenza legale dell'assemblea sulle modificazioni delle condizioni del prestito obbligazionario: ambito e limiti.....	149
2. Esegesi dell'art. 2415, primo comma, n. 2, c.c. e problemi interpretativi.	155
2.1. (<i>segue</i>): La teoria del limite delle condizioni accessorie.....	157
2.2. (<i>segue</i>): La tesi del limite dell'interesse comune.....	158
2.3. (<i>segue</i>): L'orientamento del limite alle modificazioni incidenti sulla causa del rapporto obbligatorio.....	160

3. Criticità delle tesi esaminate. Una proposta di interpretazione.....	163
4. La decisione sulla conversione del debito in <i>equity</i> : qualificazione e disciplina.	169
5. Le modificazioni delle condizioni del prestito obbligazionario nelle ipotesi di crisi d'impresa.	177
5.1. (<i>segue</i>): La ristrutturazione del debito nel contesto di procedure formali. Cenni.	179
5.2. (<i>segue</i>): Le modificazioni delle condizioni del prestito nel concordato.	182
5.3. (<i>segue</i>): Le modificazioni delle condizioni del prestito nel fallimento.	187
6. La competenza assembleare sulle modificazioni delle condizioni del prestito. Cenni di diritto comparato.	189
7. La competenza assembleare sulla conversione del debito in <i>equity</i> . Prime conclusioni.	191
8. La previsione regolamentare della competenza assembleare sulla conversione del debito in <i>equity</i>	192
8.1. (<i>segue</i>): La tesi favorevole all'autonomia nella determinazione delle competenze assembleari.	193
8.2. (<i>segue</i>): L'orientamento contrario all'ampliamento regolamentare delle competenze assembleari.	195
9. L'approccio del Regno Unito.....	196
10. Il modello statunitense. Le emissioni obbligazionarie negli Stati Uniti.	198
10.1. (<i>segue</i>): La <i>Section 316 (b)</i> del <i>Trust Indenture Act</i> . Origini storiche e contenuto.	200
10.2. (<i>segue</i>): La <i>Section 316 (b)</i> nell'interpretazione giurisprudenziale.	205
10.3. (<i>segue</i>): Distorsioni e incongruenze dell'approccio proibitivo.....	210
10.4. (<i>segue</i>): Proposte di riforma.	216
11. Differenze fra il sistema italiano e quello statunitense.	219
12. La competenza sulla conversione del debito in <i>equity</i> nelle previsioni del contratto. Conclusioni.	221
12.1. (<i>segue</i>): Il contenuto della clausola.	224

BIBLIOGRAFIA

INDICE DELLA GIURISPRUDENZA

CAPITOLO I

LE MODIFICAZIONI DELLE CONDIZIONI ESSENZIALI DEL PRESTITO
OBBLIGAZIONARIO TRA VETO INDIVIDUALE E VOTO A MAGGIORANZA

SOMMARIO: 1. Premessa. – 2. La modifica delle condizioni essenziali del prestito obbligazionario. I modelli ipotizzabili. – 2.1. La necessaria unanimità. – 2.1.1. (*segue*): Il c.d. *holdout problem*. – 2.1.2. (*segue*): Le ragioni dell'*holdout problem*. – 2.2. Il voto a maggioranza. – 3. La disciplina delle modificazioni delle condizioni essenziali del prestito obbligazionario. Uno sguardo comparatistico. – 3.1. L'adozione del criterio della necessaria unanimità quale regola inderogabile. – 3.1.1. (*segue*): ...e quale regola di *default*. – 3.2. La scelta del principio di maggioranza. – 4. La ristrutturazione delle emissioni obbligazionarie nel debito sovrano. – 5. Il fondamento e i limiti del modello della necessaria unanimità. – 5.1. La tutela dell'investitore non professionale. – 5.1.1. (*segue*): Il mercato italiano delle obbligazioni. – 5.2. I principi del diritto dei contratti. – 5.3. La negoziabilità dei titoli. – 6. Veto individuale *versus* voto a maggioranza. Prime conclusioni.

1. *Premessa.*

Tra i principali elementi qualificanti l'emissione di prestiti obbligazionari figurano la lunga durata del rapporto e la presenza di una molteplicità di creditori titolari di posizioni giuridiche omogenee¹. Tali caratteristiche sono inevitabilmente destinate a incidere su uno degli aspetti più avvincenti e controversi della disciplina relativa al rapporto tra società emittente e obbligazionisti: quello delle modificazioni delle condizioni del prestito obbligazionario.

Da una parte, è proprio la durata del rapporto contrattuale che fa sorgere l'esigenza di predisporre meccanismi volti ad agevolare la possibilità di adattare le condizioni del prestito, convenute all'emissione, alla mutata situazione della società emittente². Dall'altra parte, quello delle modificazioni alle condizioni del prestito obbligazionario rappresenta l'ambito in cui i principi del diritto dei contratti, che imporrebbero la raccolta del consenso dei singoli obbligazionisti per ogni modifica alle originarie pattuizioni contrattuali, sono destinati a cedere, in misura più o meno rilevante, a favore del metodo collegiale e del principio di maggioranza, la cui

¹ Cfr. G. HUREAU, *Les pouvoirs des assemblées d'obligataires*, Paris, 1948, 1 s. Sulla rilevanza del tempo nel rapporto tra società emittente e sottoscrittori cfr. S. PESCATORE, *Il rappresentante comune degli obbligazionisti*, in *Riv. dir. comm.*, 1968, I, 130; G. SCORZA, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, Milano, 1971, 42 s.; V. SALAFIA, *Considerazioni sugli effetti della mancanza del rappresentante comune degli obbligazionisti*, nota ad App. Milano, 17 novembre 1998, in *Società*, 1999, 199. Sulla piena omogeneità delle posizioni individuali degli obbligazionisti, per tutti, cfr. G.F. CAMPOBASSO, *L'organizzazione degli obbligazionisti*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, 5, Torino, 1988, III, 489.

² Cfr. G. SCORZA, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, cit., 37 ss.

applicazione trova la propria ragion d'essere nella comunanza di interessi che lega gli obbligazionisti³.

Nella letteratura giuridico-economica il tema delle modificazioni del prestito obbligazionario è stato spesso associato all'ipotesi tipica in cui la società emittente versi in difficoltà finanziarie e si trovi nell'impossibilità di garantire il puntuale adempimento degli impegni assunti nei confronti degli obbligazionisti⁴. Tale chiave di lettura, peraltro, trova conforto nella genesi delle prime forme di organizzazione degli obbligazionisti, siano esse sorte per iniziativa privata o di origine legale, sovente costituite quali organizzazioni occasionali per le crisi economiche dell'emittente⁵. È, in effetti, innegabile come in molti casi, ricorrendo a uno schema di rinegoziazione del debito, che preveda una dilazione dei termini di pagamento degli interessi o del rimborso del capitale ovvero, nei casi più gravi, una modifica delle condizioni essenziali del prestito obbligazionario, la società emittente potrebbe sottrarsi al fallimento, evitando di sostenerne i relativi costi⁶.

³ Cfr. G. VALERI, *Manuale di diritto commerciale*, II, Firenze, 1945, n. 167, 175; R. CAVALLO BORGIA, *Art. 2415 c.c., Della società per azioni*, in *Commentario del Codice civile Scialoja-Branca*, a cura di F. Galgano, Bologna-Roma, 2005, 154; L. AUTUORI, *Artt. 2415-2420 c.c.*, in *Obbligazioni. Bilancio*, a cura di M. Notari - L.A. Bianchi, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti - L.A. Bianchi - F. Ghezzi - M. Notari, Milano, 2006, 206; M. SARALE-R. RIVARO, *Le obbligazioni*, ne *Le nuove s.p.a.*, opera diretta da O. Cagnasso e L. Panzani, Bologna, 2010, 553; V. DONATIVI, *Le obbligazioni nelle società per azioni*, in *Trattato di diritto privato*², diretto da P. Rescigno, 16, 3**, Torino, 2011, 370, nota 10; N. CIOCCA, *Gli strumenti finanziari obbligazionari*, Milano, 2012, 100 e, nel diritto francese, G. HUREAU, *Les pouvoirs des assemblées d'obligataires*, cit., 6; L. ALEXANDROFF, *Traité théorique et pratique des Obligations émises par les Sociétés*, Paris, 1933, 110 bis, n. 75, 23. Cfr., altresì, in giurisprudenza, Trib. Monza, 13 giugno 1997, in *Società*, 1998, 175, con nota di F. BELLINI, *Mancata nomina del rappresentante comune degli obbligazionisti* e in *Riv. dir. comm.*, 1997, II, 341.

⁴ Cfr., per tutti, M.J. ROE, *The Voting Prohibition in Bond Workouts*, in *Yale L.J.*, 1987, 232 ss. e, nella dottrina italiana, L. AUTUORI, *Artt. 2415-2420 c.c.*, cit., 206 s. Ma già Vivante, auspicando l'introduzione di una disciplina legislativa dedicata all'organizzazione degli obbligazionisti, osservava come “[s]pesse volte un accordo fatto in tempo colla società, una dilazione concessa al rimborso degli interessi o del capitale potrebbero risparmiarle con reciproco vantaggio la rovina del fallimento”; cfr. C. VIVANTE, *Trattato di diritto commerciale*⁵, II, *Le società commerciali*, Milano, 1928 § 46, n. 622, 341.

⁵ Cfr. D. PETTITI, *I titoli obbligazionari delle società per azioni*, Milano, 1964, 200 ss. Si consideri che nel nostro ordinamento una forma embrionale di organizzazione degli obbligazionisti è ravvisabile nella L. 24 maggio 1903, n. 17 sul concordato preventivo. Sull'origine storica dell'organizzazione degli obbligazionisti, cfr. *amplius infra* Cap. II, par. 1.

⁶ L'effettiva entità dei costi legati al fallimento è oggetto di ampio dibattito scientifico. La letteratura economica, in particolare, si è concentrata sull'individuazione della natura e sulla stima dei costi del fallimento, sebbene in definitiva i risultati siano spesso contrastanti e variabili da impresa a impresa. In termini generali, i costi dell'insolvenza sono classificabili come diretti o indiretti. I primi comprendono essenzialmente onorari professionali corrisposti a legali, consulenti, periti e altri professionisti. I costi qualificabili come indiretti, di contro, non sono immediatamente osservabili, ma risultano correlati a un'ampia gamma di costi opportunità. In primo luogo, possono annoverarsi tra i costi indiretti le riduzioni nelle vendite e le perdite di profitti derivanti dalla scelta dei potenziali clienti di non rivolgersi a un'impresa prossima al fallimento. Vi è inoltre un incremento dei costi legati

Eppure, a ben vedere, il tema della modifica delle condizioni del prestito obbligazionario riguarda una sfera molto più varia di ipotesi, che investe anche il

allo svolgimento dell'attività di impresa, quale l'aumento del costo dell'indebitamento. Ulteriori costi, per un'impresa che si trovi in una posizione vulnerabile sotto il profilo finanziario, discendono dalla prospettiva di negoziare condizioni meno favorevoli con i fornitori. Infine si computano tra i costi indiretti quelli derivanti dalla perdita di dipendenti chiave o dalla perdita di opportunità dovuta all'impegno profuso dal *management* in attività diverse dalla quotidiana gestione dell'impresa (cfr. E.I. ALTMAN-E. HOTCHKISS, *Corporate Financial Distress and Bankruptcy: Predict and Avoid Bankruptcy, Analyze and Invest in Distressed Debt*³, Hoboken, 2006, 93 s.).

Gli studi sui costi diretti evidenziano la presenza di economie di scala con riferimento ai costi dell'insolvenza. Le piccole imprese risulterebbero così incapaci di superare una procedura di riorganizzazione, a causa dell'importo eccessivo degli onorari dei professionisti rispetto all'entità dei propri beni. Al contrario, sebbene le spese sostenute da imprese di maggiori dimensioni possano essere altrettanto elevate, l'ammontare delle medesime non risulterebbe esorbitante in rapporto al patrimonio aziendale. Tra i principali studi sul tema si vedano J.B. WARNER, *Bankruptcy Costs: Some Evidence*, in *J. Fin.*, 1977, 337 ss.; J.S. ANG-J.H. CHUA-J.J. MCCONNELL, *The Administrative Costs of Corporate Bankruptcy: A Note*, in *J. Fin.*, 1982, 219 ss.; E.I. ALTMAN, *A Further Empirical Investigation of the Bankruptcy Cost Question*, in *J. Fin.*, 1984, 1067 ss.; L.A. WEISS, *Bankruptcy Resolution: Direct Costs and Violation of Priority of Claims*, in *J. Fin. Econ.*, 1990, 285 ss.; B.L. BETKER, *The Administrative Costs of Debt Restructurings: Some Recent Evidence*, in *Fin. Mgmt.* 1997, 56 ss.; R.M. LAWLESS-S.P. FERRIS, *Professional Fees and Other Direct Costs in Chapter 7 Business Liquidations*, in *Wash. U. L. Q.*, 1997, 1207; S.J. LUBBEN, *The Direct Costs of Corporate Reorganization: An Empirical Examination of Professional Fees in Large Chapter 11 Cases*, in *Am. Bankr. L.J.*, 2000, 509 ss.; L.M. LOPUCKI-J.W. DOHERTY, *The Determinants of Professional Fees in Large Bankruptcy Reorganization Cases*, in *J. Emp. L. Stud.*, 2004 111 ss.; A. BRIS, I. WELCH-N. ZHU, *The Costs of Bankruptcy: Chapter 7 Liquidation Versus Chapter 11 Reorganization*, in *J. Fin.*, 2006, 1253 ss. Con specifico riguardo allo scenario italiano, uno studio ha dimostrato che i costi diretti del fallimento, intesi come valore complessivo delle spese di procedura e dei compensi percepiti dai professionisti, ammontano a circa il 20% del valore dell'attivo liquidato e al 4% del passivo ammesso alla procedura (cfr. R. BARONTINI, *Costi del fallimento e gestione delle crisi nelle procedure concorsuali*, ne *Gli strumenti per la gestione delle crisi finanziarie in Italia: un'analisi economica d'impresa*, a cura di L. Caprio, Milano, 1997, 168. Cfr. altresì N. LINCiano, *Quali obiettivi per la riforma della normativa fallimentare italiana? Riflessioni tra teoria economica e prassi*, in *Merc. Conc. Reg.*, 2001, 149 s.).

Per quanto concerne i costi indiretti dell'insolvenza, la ricerca dimostra che si tratta di costi significativi (cfr. E.I. ALTMAN, *A Further Empirical Investigation*, cit.; G. ANDRADE-S.N. KAPLAN, *How Costly is Financial (not Economic) Distress? Evidence From Highly Leveraged Transactions That Became Distressed*, in *J. Fin.*, 1998, 1443; T.C. PULVINO, *Do Asset Fire Sales Exist? An Empirical Investigation of Commercial Aircraft Transactions*, in *J. Fin.*, 1998, 939; V. MAKSIMOVIC-G. PHILLIPS, *Asset Efficiency and Reallocation Decisions of Bankrupt Firms*, in *J. Fin.*, 1998, 1495; T.C. OPLER-S. TITMAN, *Financial Distress and Corporate Performance*, in *J. Fin.*, 1994, 1015). In particolare, un recente studio avente ad oggetto il contesto italiano conferma la rilevanza dei costi indiretti, ponendo altresì in luce la scarsa efficienza delle procedure disciplinate dalla legislazione fallimentare (soprattutto con riferimento alle piccole e medie imprese) e giungendo alla conclusione per cui la legge avrebbe dovuto predisporre strumenti atti ad agevolare una tempestiva rinegoziazione dei debiti attraverso meccanismi formali o informali, al fine di evitare il deterioramento delle condizioni finanziarie dell'impresa; cfr. M. BISOGNO-R. DE LUCA, *Indirect Costs of Bankruptcy: Evidence From Italian SMEs*, in *J. Acct. Fin.*, 2012, 20 ss.

momento in cui la società è perfettamente *in bonis*⁷. In altre parole, come in ogni rapporto che si protrae nel tempo, innumerevoli sono i fattori che possono indurre a una modifica dell'assetto negoziale originariamente convenuto e che spiegano come il tema delle modificazioni delle condizioni del prestito obbligazionario abbia una portata ben più ampia rispetto a quella, di risanamento della società emittente, cui è stato tradizionalmente ricondotto⁸.

La scelta delle norme dirette a disciplinare le modificazioni delle condizioni del prestito obbligazionario, d'altra parte, impone al legislatore un attento bilanciamento di contrapposti elementi. Se da un lato, infatti, si pone la necessità di approntare regole volte a facilitare la raccolta del consenso e a giungere a una rapida definizione dell'accordo modificativo, dall'altro lato si prospetta un concreto pericolo di comportamenti opportunistici da parte dell'emittente ovvero dell'esistenza di potenziali conflitti di interessi in capo ai soci titolari di obbligazioni. Sotto il primo profilo, ad esempio, il *management* potrebbe proporre una rinegoziazione delle condizioni del prestito obbligazionario al solo scopo di svincolare la società da un debito divenuto troppo oneroso⁹. Sotto il secondo profilo, la possibilità che nella decisione in esame siano coinvolti anche soggetti che assumono la duplice veste di soci e obbligazionisti concretizza il rischio della prevalenza di interessi particolari a scapito della minoranza degli obbligazionisti¹⁰.

⁷ Si pensi a una società emittente che, in ragione dell'esigenza di affrontare investimenti funzionali all'espansione su nuovi mercati, necessita di ottenere il riscadenziamento ovvero la riduzione delle garanzie di un prestito obbligazionario in essere. Si potrebbe, inoltre, ipotizzare l'opportunità per la società emittente di procedere a un rimborso anticipato ovvero, al contrario, di giungere alla scadenza naturale del prestito nonostante il verificarsi delle condizioni che garantirebbero agli obbligazionisti il diritto di ottenere il rimborso anticipato.

⁸ Si veda la Relazione del Prof. Antonino Scialoja al Progetto Vivante, in *Commissione ministeriale per la riforma della legislazione commerciale presieduta dal Prof. Cesare Vivante, Progetto preliminare per il nuovo Codice di Commercio*, con le relazioni dei professori ARCANGELI-ASQUINI-BOLAFFIO-BONELLI-GOBBI-NAVARRINI-SCIALOIA-VALERI-VIVANTE, Milano, 1922, 286, ove si legge “[v]i fu un tempo in cui veniva reclamata la istituzione di un organo speciale, che fosse di difesa degli interessi dei numerosi e dispersi portatori di obbligazioni, e nello stesso tempo offrisse il modo alla società emittente di poter trattare con una rappresentanza stabile e regolare dei suoi creditori, in quelle molte e impensate occasioni che possono nascere, quando si tratta di rapporti giuridici di lunga durata”.

⁹ V. BRUDNEY, *Corporate Bondholders and Debtor Opportunism: In Bad Times and Good*, in *Harv. L. Rev.* 1992, 1862. Inoltre, il timore di ricevere informazioni ingannevoli da parte dell'emittente rende gli obbligazionisti riluttanti ad accettare la proposta di ristrutturazione e può condurre al fallimento della rinegoziazione (c.d. *mutual mistrust problem*, ossia problema della diffidenza reciproca). Tale inconveniente sorge laddove gli obbligazionisti non siano nelle condizioni di stabilire se le informazioni sulla situazione finanziaria della società siano effettivamente attendibili o meno. Cfr. M.J. ROE, *The Voting Prohibition in Bond Workouts*, cit., 238 nota 15 e *infra* par. 2.1.2.

¹⁰ Tra i casi più noti, cfr. il discusso precedente americano *Aladdin Hotel Co v. Bloom*, 200 F.2d 627 (8th Cir. 1953), sebbene la Corte abbia concluso che la modifica delle condizioni del prestito obbligazionario, nel caso in esame, fosse stata effettuata conformemente a quanto previsto dal contratto e non abbia riscontrato una prova sostanziale di malafede, frode, corruzione o complotto dei

A fronte di tali contrastanti prospettive e degli abusi verificatisi nella prassi, taluni ordinamenti hanno adottato un'impostazione estremamente rigida, che si caratterizza per la sottrazione (più o meno assoluta) alla volontà della maggioranza degli obbligazionisti delle decisioni concernenti le modifiche delle condizioni essenziali del prestito obbligazionario. Altri ordinamenti, di contro, autorizzano il voto a maggioranza degli obbligazionisti, vincolante per la minoranza assente o dissenziente, sulle misure in esame, prevedendo, al più, *quorum* deliberativi rafforzati.

Lo scopo della ricerca è dimostrare come, nell'attuale contesto storico, economico e normativo, la tradizionale impostazione di stampo rigoroso non sia più giustificata dalle esigenze e dalla natura della categoria degli obbligazionisti, ponendosi anzi essa stessa come causa di abusi e distorsioni del sistema.

La disciplina auspicabile, dunque, è quella che rimette agli obbligazionisti la possibilità di aderire o meno, tramite una deliberazione assembleare assunta a maggioranza, alla proposta di rinegoziazione dei termini del prestito obbligazionario e finanche della conversione del debito in capitale¹¹, stante la garanzia di un voto espresso liberamente, informato e non inficiato da conflitti di interessi. Laddove, come nell'ordinamento italiano, tale potere risulti (apparentemente) precluso da una consolidata interpretazione restrittiva, questo può essere restituito agli obbligazionisti attraverso un'interpretazione della legge che valorizzi appieno il riconoscimento del principio di autonomia contrattuale, ampliando il novero delle competenze dell'assemblea degli obbligazionisti sino a ricomprendervi le decisioni su modifiche, anche strutturali, delle condizioni del prestito obbligazionario e sulla conversione del debito in *equity*¹².

detentori della maggioranza delle obbligazioni, che erano al contempo titolari della maggioranza delle azioni dell'emittente.

¹¹ La conversione del debito in *equity*, tradizionalmente assimilata alle modifiche che incidono su condizioni fondamentali del prestito obbligazionario, quali la rinuncia alla restituzione di parte del capitale o al pagamento degli interessi, a una più approfondita analisi non sembrerebbe potersi qualificare come una mera modifica, in senso tecnico. In effetti, nella situazione descritta si realizzerebbe una vera e propria sostituzione del precedente contratto di mutuo con l'adesione al contratto di società. Sull'inquadramento della natura giuridica della fattispecie si veda, *infra*, Cap. III, par. 4.

¹² La nozione di autonomia privata indica il potere riconosciuto dall'ordinamento giuridico al privato di regolare da sé i propri interessi. L'autonomia privata si esplica attraverso l'autonomia negoziale e l'autonomia contrattuale, dovendosi più propriamente riferire la prima locuzione all'ipotesi in cui l'autonomia si estrinseca nel compimento di un negozio, qualunque sia il suo contenuto, e la seconda all'ipotesi in cui l'autonomia si manifesta nel contratto. L'autonomia contrattuale ha una rilevanza costituzionale che trova fondamento nell'art. 41 Cost. laddove si realizzi nei contratti d'impresa; cfr. P. PERLINGIERI-C. DONISI, *Autonomia negoziale e autonomia contrattuale*, in P. PERLINGIERI, *Autonomia negoziale e autonomia contrattuale*, estratto da *Manuale di diritto civile*⁷, Napoli, 2014, 439, 446, 448. Sull'autonomia negoziale cfr., inoltre, G. PALERMO, *L'autonomia negoziale*³, Torino, 2015.

Il lavoro è strutturato come segue. Il primo capitolo è dedicato a un inquadramento del problema del voto della maggioranza degli obbligazionisti sulle modifiche delle condizioni fondamentali del prestito obbligazionario e si snoda attraverso un'analisi dei modelli ipotizzabili, delle soluzioni adottate in concreto dagli ordinamenti stranieri e nel contesto della ristrutturazione del debito sovrano, volta a individuare la soluzione preferibile anche alla luce delle caratteristiche del mercato dei *corporate bonds* in Italia. Nel secondo capitolo sarà sviluppata una disamina delle norme sull'organizzazione e, in particolare, sull'assemblea degli obbligazionisti, al fine di comprenderne la natura e valutare se, ed entro quali limiti, si tratti di regole derogabili. Nell'ultimo capitolo, infine, sarà affrontata una più puntuale analisi della disciplina delle modificazioni delle condizioni del prestito obbligazionario nella vigente normativa, mirante a stabilire se la soluzione individuata, ovvero quella di un ampliamento pattizio delle competenze dell'assemblea degli obbligazionisti, sia praticabile nel contesto dell'ordinamento italiano.

2. La modifica delle condizioni essenziali del prestito obbligazionario. I modelli ipotizzabili.

Diverse possono essere le modalità di adozione di una modifica delle condizioni del prestito obbligazionario.

In termini generali, deve osservarsi che la questione non investe le modifiche di elementi accessori del prestito, quale una temporanea posticipazione del pagamento degli interessi. In tal caso, in effetti, è comune rinvenire nei vari ordinamenti disposizioni legislative che autorizzano la maggioranza degli obbligazionisti ad assumere una decisione vincolante anche per la minoranza di essi.

È tuttavia intuitivo come, più spesso, la rinegoziazione del debito richieda interventi ben più incisivi, quali vere e proprie modifiche delle condizioni fondamentali dell'accordo tra emittente e sottoscrittori.

In tali ipotesi, l'esigenza di protezione degli obbligazionisti di minoranza da comportamenti opportunistici posti in essere dalla società emittente e dalla maggioranza, si scontra con la necessità di giungere rapidamente a una rinegoziazione del debito, nell'interesse, tra gli altri, degli stessi obbligazionisti. Al contempo, in tale situazione riaffiora con maggiore evidenza la difficile individuazione di un punto di equilibrio tra la dimensione individuale del credito dell'obbligazionista, che pare presupporre la valorizzazione del consenso del singolo, e l'appartenenza del medesimo a un gruppo organizzato, che postula tendenzialmente la soggezione al metodo collegiale e al principio di maggioranza.

Prescindendo, per il momento, dalle differenti soluzioni in concreto adottate dai principali ordinamenti giuridici, nei prossimi paragrafi saranno passati in rassegna due

schemi ipotetici di regolamentazione, analizzandone benefici e controindicazioni. Nello specifico i due modelli descritti, ciascuno dei quali è correlato a un diverso livello di consenso degli obbligazionisti sulle modifiche alle condizioni essenziali del prestito obbligazionario, sono quello della necessaria unanimità e quello del voto a maggioranza.

2.1. *La necessaria unanimità.*

Un primo modello astrattamente ipotizzabile è quello che impone l'unanimità dei consensi sulla proposta di rinegoziazione del prestito obbligazionario ai fini della modifica delle condizioni originarie.

A una lettura superficiale, tale approccio potrebbe apparire come quello che realizza la massima forma di protezione degli obbligazionisti coinvolti, la cui sfera giuridica non sarebbe intaccata se non in virtù dell'accettazione di tutti e, dunque, solo sulla base di una proposta di rinegoziazione massimamente condivisa. Si tratta, inoltre, di un modello certamente in linea con i principi basilari del diritto dei contratti, posto che è richiesto il consenso di ogni sottoscrittore, singolarmente considerato, ai fini della modifica delle clausole del contratto.

A ben vedere, tuttavia, una più profonda analisi del modello ne mette in luce limiti e svantaggi. Si consideri, anzitutto, che teoricamente anche un singolo obbligazionista, eventualmente in concorrenza con l'emittente ovvero, in mancanza di adeguati presidi che ne sterilizzino il voto, in conflitto di interessi, potrebbe frustrare gli sforzi tesi a raggiungere un accordo.

Inoltre, anche qualora tutti gli obbligazionisti aderissero potenzialmente all'accordo, essi dovrebbero manifestare il proprio consenso. Dal punto di vista della società emittente, raccogliere il consenso di tutti gli obbligazionisti non è operazione agevole, dal momento che richiede un notevole dispendio di tempo e risorse economiche. A ciò si aggiunga la difficoltà di contattare i singoli titolari, alcuni dei quali potrebbero non essere reperibili, specialmente in presenza di obbligazionisti diffusi. Il requisito della necessaria unanimità sconta, in altre parole, gli inconvenienti che impongono l'adozione del metodo collegiale e del principio di maggioranza nell'assunzione delle deliberazioni sociali e che, nello specifico, ha indotto legislatori di vari ordinamenti a prevedere un'organizzazione degli obbligazionisti per la tutela dell'interesse comune di gruppo. Di conseguenza, un sistema che richiedesse il consenso unanime degli obbligazionisti al fine di apportare modifiche a elementi essenziali del prestito non sembrerebbe costituire una soluzione ottimale, essendo suscettibile di impedire agli obbligazionisti la conclusione di accordi vantaggiosi con la società.

È bene precisare che, anche nello scenario in esame, dovrebbe ritenersi pur sempre ammissibile la formulazione di una proposta di rinegoziazione del prestito obbligazionario rivolta a tutti gli obbligazionisti da parte della società emittente, in relazione alla quale ciascuno di essi possa decidere autonomamente se aderire o meno senza pregiudicare immancabilmente la realizzazione complessiva dell'operazione.

In altri termini, da un lato vi saranno gli obbligazionisti che, avendo acconsentito alla proposta formulata dall'emittente, subiranno le conseguenze della modifica. Dall'altro lato, vi saranno invece gli obbligazionisti estranei all'accordo, i quali avranno diritto alla restituzione dell'ammontare dell'investimento iniziale ovvero a proseguire nel rapporto negoziale con l'emittente alle medesime condizioni previste dall'originario contratto di prestito obbligazionario¹³.

Anche il corollario appena descritto realizza un esito estremamente equo, in quanto ogni obbligazionista riceve ciò che si aspetta, conseguendo l'alternativa a favore della quale manifesta la propria preferenza.

La funzionalità del modello esaminato, che potenzialmente tutela la libertà di scelta di ciascun obbligazionista, risulta tuttavia compromessa dal c.d. *holdout problem*, che sarà esaminato nei successivi paragrafi.

2.1.1. (*segue*): Il c.d. *holdout problem*.

Il principale ostacolo associato alla necessità di ottenere il consenso individuale di tutti gli obbligazionisti per l'approvazione di modifiche alle condizioni del prestito obbligazionario è rappresentato da quello che, nel contesto della letteratura internazionale, è comunemente definito come *holdout problem*¹⁴.

¹³ Al fine di considerare tale ipotesi plausibile sotto il profilo economico, tuttavia, occorre prevedere una soglia minima di adesioni necessaria per il successo della ristrutturazione del debito. È infatti evidente che, se l'emittente fosse in grado di onorare i suoi originari impegni con tutti gli obbligazionisti, non vi sarebbe alcuna necessità di ricorrere alla rinegoziazione del prestito obbligazionario. Ad esempio, una società emittente, in difficoltà finanziarie, potrebbe proporre agli obbligazionisti la rinuncia al pagamento degli interessi per un anno, tenuto conto che l'adesione alla proposta di almeno l'ottanta per cento degli obbligazionisti sarebbe sufficiente per risanare la propria situazione finanziaria e garantire il pagamento degli interessi originariamente pattuiti a un'eventuale minoranza dissenziente.

¹⁴ La scelta di non acconsentire a una proposta di ristrutturazione non è di per sé opportunistica, potendo essere motivata dalla speranza che l'emittente formuli un'ulteriore offerta a condizioni migliori, dal disaccordo con la strategia perseguita dal *management* o dagli altri investitori oppure dalla sfiducia nelle possibilità di ripresa della società, che induce a preferire la prospettiva della liquidazione della società. Tuttavia il dissenso sconfinava nell'opportunismo quando si pone al servizio di una strategia che favorisce il creditore a danno dell'emittente in base a modalità che esulano dal contratto di prestito. Ciò accade, ad esempio, qualora vi sia la prova che il rifiuto non sia dovuto ai termini dell'offerta in sé, ma all'esistenza di altri crediti o interessi ulteriori dell'investitore che riceverebbero un miglior trattamento economico in caso di fallimento dell'offerta; cfr. J.C.

Con tale dizione si individua il problema che sorge, soprattutto in situazioni di dissesto finanziario dell'emittente, quando agli obbligazionisti è diretta una proposta di rinegoziazione del prestito che imponga loro concessioni economiche, come la conversione del debito in *equity*.

Pur essendo l'offerta profittevole per la classe degli obbligazionisti nel suo complesso, sussiste un forte incentivo dei singoli obbligazionisti a non prendervi parte qualora un numero di obbligazionisti sufficiente a garantire il successo della ristrutturazione vi partecipi. In effetti, in vista della futura possibilità (e non della certezza) di rientrare del proprio investimento, da una parte, e in prospettiva di conseguire un immediato e integrale rimborso dall'altra, un agente razionale preferirebbe non aderire all'offerta¹⁵. Tuttavia, laddove un elevato numero di obbligazionisti, ragionando in questi termini, rifiutasse la rinegoziazione del prestito, la ristrutturazione sarebbe destinata a fallire¹⁶.

Alla stessa conclusione si perviene considerando che gli obbligazionisti dissenzienti si arricchiranno alle spese di coloro i quali, aderendo alla ristrutturazione, renderanno l'emittente in grado di pagare integralmente il residuo debito nei confronti dei non aderenti¹⁷. A loro volta, gli obbligazionisti aderenti all'offerta riceveranno un

LIPSON, *Governance in the Breach: Controlling Creditor Opportunism*, in *S. Cal. L. Rev.*, 2010-2011, 1055-56.

¹⁵ Secondo un Autore, il dissenso degli obbligazionisti potrebbe manifestarsi solo in caso di *greedy offers* ("offerte avarie"), ossia nel caso in cui l'emittente che versa in difficoltà finanziarie intenda massimizzare i guadagni attesi con una proposta di ristrutturazione che le riconosca una quota maggiore (e ai creditori una quota minore) del valore dell'impresa rispetto a quella che l'ordine di distribuzione nel fallimento le avrebbe garantito. Al contrario, l'Autore ritiene che l'*holdout problem* non sussista laddove l'emittente proponga una *successful offer* ("offerta apprezzata"), ossia un'offerta, condizionata all'accettazione unanime, che riorganizzi l'impresa sulla base del medesimo ordine di priorità che verrebbe adottato nel fallimento; cfr. A. SCHWARTZ, *Bankruptcy Workouts and Debt Contracts*, in *J.L. & Econ.*, 1993, 597-98. L'Autore, tuttavia, sembra non considerare le difficoltà pratiche che rendono pressoché impossibile raggiungere l'unanimità, soprattutto in caso di obbligazionisti diffusi (quali costi elevati, tempi lunghi, irreperibilità di taluni obbligazionisti).

¹⁶ Cfr. M. KAHAN, *Rethinking Corporate Bonds: The Trade-off between Individual and Collective Rights*, in *N.Y.U.L. Rev.*, 2002, 1055 s.

¹⁷ La circostanza per cui gli obbligazionisti che non accettano lo scambio delle proprie obbligazioni per le azioni si arricchiscono alle spese di coloro i quali aderiscono all'offerta, poiché permettono all'emittente di provvedere all'integrale rimborso dei dissenzienti, è stata descritta come *buoying-up effect*. Adottando un'efficace metafora, la posizione degli obbligazionisti è assimilata a quella di cubetti di ghiaccio stipati all'interno di un cilindro parzialmente riempito di acqua. Rispetto alle altre sostanze nel cilindro, ogni sostanza ha un vantaggio competitivo che dipende dal livello della sua altezza nel cilindro, mentre rispetto agli altri cubetti di ghiaccio, a ciascun cubetto spetta un vantaggio commisurato alla sua dimensione. La maggior parte dei cubetti si scioglie volontariamente per liberare il cilindro e i pochi rimanenti galleggiano in superficie. Questi ultimi (i dissenzienti), dunque, beneficiano dello scioglimento dei primi, essendo così rimasti a galla e vedendo il loro vantaggio aumentare. Cfr. M.J. ROE, *Bankruptcy and Corporate Reorganization: Legal and Financial Materials*, (3d ed. rev.), Harvard Law School Course Materials, Fall 2015, 491; ID., *The Voting Prohibition*, cit., 236 ss.

trattamento economico peggiore rispetto a quello che avrebbero potuto conseguire, avendo contribuito ad assicurare il rimborso dei dissenzienti. Qualora il trasferimento di ricchezza a favore degli obbligazionisti non aderenti dovesse eccedere il risparmio conseguito evitando di sostenere i costi del fallimento, ciascun obbligazionista preferirebbe rifiutare di concludere l'accordo. E, ancora una volta, gli obbligazionisti riluttanti potrebbero costituire un numero tale da vanificare la rinegoziazione¹⁸.

Il problema può essere parzialmente ridimensionato incrementando la soglia di adesioni cui condizionare l'offerta fino a un livello prossimo all'unanimità, in modo tale da rendere gli obbligazionisti consapevoli, *ab origine*, del fatto che il loro eventuale rifiuto potrebbe causare l'insuccesso della ristrutturazione. Al contempo, tale soluzione incrementa il rischio che una percentuale estremamente ridotta di obbligazionisti possa determinare il fallimento dell'offerta¹⁹.

Un esempio numerico può essere utile a chiarire i termini del problema²⁰.

Supponiamo che, nel momento t_0 , una società abbia emesso un prestito obbligazionario del valore nominale di 240 milioni di euro (Bt_0). Il prestito è sottoscritto in quote di uguale importo da quattro obbligazionisti (A, B, C e D). Ciascuno di essi è, pertanto, titolare di obbligazioni per un ammontare pari a 60 milioni di euro (bt_0).

Stato Patrimoniale t_0

<i>Attivo</i>	<i>Passivo</i>	
€ 300M	€ 240M (Obbligazioni)	<i>Obbligazioni</i>
		A € 60M (bt_0)
		B € 60M (bt_0)
		C € 60M (bt_0)
		<u>D € 60M (bt_0)</u>
	€ 60M (Capitale)	€ 240M (Bt_0)
		 <i>Capitale</i>
		E € 60M (St_0)

Nel momento t_1 la società versa in una situazione di difficoltà finanziaria, suscettibile di evolvere verso il fallimento in assenza di un'operazione di ristrutturazione del

¹⁸ M.J. ROE, *The Voting Prohibition*, cit., 236.

¹⁹ M.J. ROE, *Bankruptcy and Corporate Reorganization*, cit., 495.

²⁰ L'esempio è elaborato sul modello delle esemplificazioni proposte da M.J. ROE, *The Voting Prohibition*, cit., 241-42, nota 28; ID., *Bankruptcy and Corporate Reorganization*, cit., 490 ss.; ID., *The Trust Indenture Act of 1939 in Congress and the Courts in 2016: Bringing the SEC to the Table*, in *Harv. L. Rev. F.*, 363 ss.

debito. Il valore delle attività della società emittente è pari a 200 milioni di euro (v)²¹. Il valore di mercato delle obbligazioni emesse si è ridotto a 160 milioni di euro (Bt_1); il valore delle azioni, detenute da un unico azionista (E), ammonta a 40 milioni di euro (St_1)²². In questa fase, pertanto, il valore delle obbligazioni detenute da ciascun obbligazionista ammonta a 40 milioni di euro (bt_1).

Stato patrimoniale t_1

<i>Attivo</i>	<i>Passivo</i>	
€ 200M	€ 160M (Valore di mercato del debito; 240M Valore nominale)	<i>Obbligazioni</i>
		A € 40M (bt_1)
		B € 40M (bt_1)
		C € 40M (bt_1)
		<u>D € 40M (bt_1)</u>
	€ 40M (Capitale)	€ 160M (Bt_1)
		 <i>Capitale</i>
		E € 40M (St_1)

L'emittente formula agli obbligazionisti una proposta di conversione del debito in azioni. A seguito dell'operazione, la situazione che si prospetta è la seguente: al valore delle attività della società, pari a 200 milioni di euro, dovrà sommarsi un valore (Y), che rappresenta l'incremento della capacità operativa dell'emittente conseguente alla ripresa dalla situazione di difficoltà finanziaria. I quattro obbligazionisti diventeranno azionisti, titolari ciascuno di una partecipazione pari a 40 milioni di euro. Essi beneficeranno, inoltre, di una quota parte del guadagno aggiuntivo Y .

²¹ Si consideri che tale valore non può essere assunto quale stima, seppur approssimativa, dell'importo su cui gli obbligazionisti potrebbero rivalersi in ipotesi di fallimento. Qualora la società fallisse, infatti, pure in assenza di altri creditori, il valore v delle attività della società dovrebbe essere decurtato di un ammontare c pari ai costi del fallimento, quanto meno corrispondenti ai costi diretti della procedura fallimentare; cfr. A. SCHWARTZ, *Bankruptcy Workouts*, cit., 601. Per un approfondimento sulla misura dei costi del fallimento si veda *supra* par. 1, nota 6.

²² Si assume che gli azionisti non possano essere estromessi dalla partecipazione ai risultati dell'operazione di ristrutturazione al di fuori delle procedure fallimentari. Il valore residuo delle azioni appartenenti a E, pari a 40 milioni di euro, può attribuirsi alternativamente a due fattori: (i) il c.d. *hold-up value*, che deriva dal potere di alcune parti di ostacolare o ritardare (*hold up*) il processo di ristrutturazione, consentendo loro di estrarre valore dall'impresa in cambio del loro consenso; (ii) la circostanza che l'impresa abbia, in prospettiva, il 50% delle possibilità di essere valutata 300 milioni di euro e il 50% delle possibilità di essere valutata 100 milioni di euro.

Scenario 1

Stato patrimoniale s_1 – Post ristrutturazione

<i>Attivo</i>	<i>Passivo</i>	
$€ 200M + Y$	$€ 200M (\text{Capitale}) + Y$	<i>Capitale</i>
		A $€ 40M + \frac{1}{5}Y$
		B $€ 40M + \frac{1}{5}Y$
		C $€ 40M + \frac{1}{5}Y$
		D $€ 40M + \frac{1}{5}Y$
		<u>E $€ 40M + \frac{1}{5}Y$</u>
		$€ 200M + Y$

Ipotizzando che uno degli obbligazionisti (B) rifiuti lo scambio, tuttavia, lo scenario muta. A fronte di un valore delle attività della società pari a 200 milioni di euro, infatti, permarrà un debito verso B pari a 60 milioni di euro e il valore complessivo delle azioni sarà pari a 140 milioni di euro.

Scenario 2

Stato patrimoniale s_2 – Post ristrutturazione

<i>Attivo</i>	<i>Passivo</i>	
$€ 200M + Y$	$€ 60M (B)$	<i>Obbligazioni</i>
		B $€ 60M$
	$€ 140M (\text{Capitale}) + Y$	<i>Capitale</i>
		A $€ 35M + \frac{1}{4}Y$
		C $€ 35M + \frac{1}{4}Y$
		D $€ 35M + \frac{1}{4}Y$
		<u>$€ 105M + \frac{3}{4}Y$</u>
		E $€ 35M + \frac{1}{4}Y$
		$€ 140M + Y$

In questa situazione, il valore corrispondente alle azioni detenute da A, C e D sarà pari a 105 milioni di euro (ossia 35 milioni ciascuno): un valore inferiore a quello che i tre obbligazionisti avrebbero ottenuto qualora avessero tutti aderito alla proposta dell'emittente (€ 40 milioni ciascuno) e altresì inferiore al valore di mercato delle obbligazioni prima della ristrutturazione.

In ciò si sostanzia il fenomeno dell'*holdout problem*: l'obbligazionista dissenziente beneficia dell'accordo concluso con gli altri obbligazionisti per ottenere integralmente la restituzione del capitale investito. Gli obbligazionisti aderenti allo

scambio, a loro volta, vedranno ridurre il valore ad essi spettante a vantaggio del dissenziente. A fronte di tale prospettiva gli obbligazionisti rifiuteranno la proposta, andandosi così incontro al fallimento dell'emittente.

L'unico caso in cui, nonostante la defezione di B, gli obbligazionisti potrebbero accettare la proposta di conversione in azioni formulata dall'emittente è quello in cui l'importo aggiuntivo di Y sia tale da compensare la perdita di valore dovuta al trasferimento di ricchezza a favore dell'obbligazionista dissenziente²³.

La situazione descritta mette in luce l'evidente incongruenza di un sistema che attribuisca rilevanza al consenso individuale per l'adozione delle decisioni relative alla modifica delle condizioni del prestito obbligazionario. La mancanza del consenso di un solo obbligazionista, impedisce (o, quanto meno, rende altamente improbabile) una ristrutturazione del prestito obbligazionario vantaggiosa per la massa degli obbligazionisti e per gli *stakeholders* della società, conducendo al fallimento²⁴.

2.1.2. (segue): Le ragioni dell'*holdout problem*.

La sussistenza dell'*holdout problem* non dipende soltanto da fattori quali il grado di dispersione della massa degli obbligazionisti ovvero la difficoltà di rintracciare i medesimi. Quello che rileva è che persino il rifiuto di un singolo obbligazionista è potenzialmente idoneo a frustrare un piano di rinegoziazione del prestito obbligazionario adeguato e conveniente.

²³ Più precisamente, i guadagni derivanti dall'incremento della capacità operativa dovrebbero essere almeno tali da rendere la posizione di A, C e D equivalente nei due scenari. Ne consegue che:

$$35M + \frac{1}{4}Y \geq 40M + \frac{1}{5}Y \text{ da cui discende } Y \geq 100M.$$

Per una diversa conclusione si veda M.J. ROE, *Bankruptcy and Corporate Reorganization*, cit., 491 s. L'Autore ritiene che, in presenza di un obbligazionista che non intenda aderire all'offerta, l'incentivo per gli altri obbligazionisti ad accettare la conversione del debito in azioni sussiste solo a condizione che Y, l'incremento nel valore operativo dell'impresa, sia superiore alla riduzione di valore complessiva (e, pertanto, al maggiore importo corrisposto all'obbligazionista dissenziente).

L'applicazione del richiamato criterio all'esempio qui formulato dovrebbe condurre a ritenere che, affinché la ristrutturazione proposta sia conveniente per i tre obbligazionisti favorevoli, sia sufficiente un valore di $Y \geq 20M$. Tale valore corrisponde alla differenza tra il valore dei titoli di B nello scenario 2 (60 milioni di euro) e nello scenario 1 (40 milioni di euro). Si tratta, dunque, dell'importo "trasferito" dagli obbligazionisti favorevoli (e dall'azionista) a quello dissenziente. Accettando la proposta di cui allo scenario 2, infatti, A, C e D (così come E) subiscono una riduzione del valore delle loro azioni pari a 5 milioni di Euro ciascuno.

²⁴ L'esempio numerico rappresenta, per esigenze di semplificazione, un caso estremo, in cui il prestito obbligazionario è detenuto soltanto da quattro obbligazionisti e il rifiuto di un singolo obbligazionista risulta determinante per il fallimento della rinegoziazione. Le conclusioni raggiunte rimarrebbero, tuttavia, valide quand'anche gli obbligazionisti fossero in numero maggiore, restando fermo il principio, desumibile dal caso proposto, per cui il dissenso di una minoranza di obbligazionisti sulle modifiche delle condizioni fondamentali del prestito obbligazionario ovvero sulla conversione del debito in *equity*, in assenza di una regola che assicuri il carattere vincolante del voto della maggioranza, può minare alla conclusione di un accordo vantaggioso.

Volendo esaminare più approfonditamente le ragioni del dissenso di taluni obbligazionisti e del fallimento della rinegoziazione dei termini del prestito obbligazionario, occorre tener distinto il caso in cui vi sia un unico creditore, da quello in cui sussistano molteplici creditori²⁵.

Nell'ipotesi di negoziazioni con un solo creditore, le criticità ravvisabili sono riconducibili a tre fattori: aspettative disparate (*disparate expectations*), diffidenza reciproca (*mutual mistrust*) e azione strategica (*strategic action*).

Le aspettative disparate possono riguardare il creditore, il debitore o entrambi. Da una parte, il creditore potrebbe pensare che il residuo valore dell'impresa sia tale da consentire di ripagare il debito, pertanto potrebbe decidere di non partecipare alla negoziazione. Dall'altra parte, gli azionisti, confidando in una ripresa del mercato, potrebbero ritenere che l'impresa valga più di quanto possiede e, di conseguenza, scommettere sulle *chance* di ripresa senza affrontare una ristrutturazione. Infine, creditore e azionisti, pur concordando sul valore corrente dell'impresa, potrebbero avere stime differenti sui futuri ricavi dell'impresa e tali da precludere il raggiungimento dell'accordo.

Per quanto concerne il problema della diffidenza reciproca, occorre premettere che molte delle informazioni che attengono alla valutazione dell'emittente sono rese pubbliche o attestate da terze parti indipendenti. Talune informazioni rimangono, tuttavia, nella sfera di controllo dell'emittente e, con riferimento a queste ultime, il creditore potrebbe temere di ricevere stime negative ingannevoli da *managers* e azionisti dell'emittente, tali da indurlo ad accettare una rinegoziazione svantaggiosa²⁶. Le informazioni fornite dall'emittente, d'altro canto, potrebbero non essere errate, ma il creditore non ha generalmente la possibilità di stabilire se si tratti di notizie falsate a suo discapito.

La tematica dell'azione strategica trae origine dalla circostanza per cui le parti hanno un guadagno da ripartire, derivante dalla possibilità di evitare di sostenere i

²⁵ Cfr. l'approfondita disamina di M.J. ROE, *Bankruptcy and Corporate Reorganization*, cit., 493 ss.; ID., *The Voting Prohibition*, cit., 237 ss.

²⁶ Cfr. M.J. ROE, *The Voting Prohibition*, cit., 238, nota 15, il quale osserva che un piano di rinegoziazione che preveda la conversione del debito in azioni possa ridurre questo rischio, poiché gli obbligazionisti potrebbero sì accettare erroneamente di scambiare obbligazioni sottovalutate, ma lo scambio avverrebbe per azioni parimenti sottovalutate. Invero, al di là delle implicazioni del *mutual mistrust problem*, deve essere rilevato che, qualora l'emittente non fosse realmente insolvente, dal punto di vista degli obbligazionisti detenere azioni in luogo di obbligazioni potrebbe non essere equivalente. In primo luogo, la distribuzione di dividendi agli azionisti è solo eventuale e il relativo importo è variabile, mentre gli obbligazionisti, di norma, hanno diritto alla corresponsione periodica degli interessi. In secondo luogo, gli azionisti rischiano il capitale investito e potrebbero risultare subordinati rispetto ad altri futuri creditori, laddove gli obbligazionisti, in quanto creditori, risultano maggiormente tutelati. Nella prospettiva dell'obbligazionista, pertanto, la conversione forzosa del debito in *equity* potrebbe essere giustificata solo nel caso in cui rappresentasse un'inevitabile e più favorevole alternativa rispetto al fallimento.

costi del fallimento e del protrarsi del dissesto finanziario. In tale contesto, debitore e creditore sono reciprocamente dipendenti, versando in quella situazione che, in termini economici, viene definita “monopolio bilaterale”. Il guadagno operativo, in termini di risparmio dei costi del fallimento, può essere ottenuto solo a condizione che i contraenti raggiungano un accordo, ma uno dei due potrebbe avanzare richieste inaccettabili quali precondizioni per il suo consenso.

Nel caso in cui vi siano più creditori, le difficoltà della rinegoziazione aumentano e possono ricondursi a tre cause: inerzia dei creditori (*unresponsive creditors*), carenza di legittimazione (*lack of authority*), azione strategica contro gli altri obbligazionisti (*strategic action against other bondholders: seeking to be buoyed up*).

Sebbene il numero di risparmiatori persone fisiche che detiene direttamente obbligazioni *corporate* attualmente non sia elevato²⁷, indurre gli obbligazionisti a partecipare alla ristrutturazione può essere arduo. In alcuni casi potrebbe essere difficile reperire gli obbligazionisti. Inoltre, quando l'ammontare di obbligazioni detenute è irrisorio rispetto al patrimonio dell'obbligazionista, la richiesta potrebbe essere considerata solo fonte di disturbo e, soprattutto in ipotesi di operazioni di rinegoziazione complesse, l'investimento in termini di tempo impiegato potrebbe non essere ripagato. Infine, considerando che gli obbligazionisti potrebbero non avere competenze specifiche in materia, l'intervento di un professionista potrebbe rendersi necessario e comportare ulteriori costi, anche elevati. Tali elementi spiegano il motivo per cui l'inerzia dei creditori potrebbe essere di ostacolo alla rinegoziazione.

La carenza di legittimazione si riferisce ad alcune situazioni in divenire in cui, occasionalmente, alcuni obbligazionisti difettano della titolarità al voto e della possibilità di prendere parte alla rinegoziazione, ad esempio in caso di trasferimento delle obbligazioni in corso.

Infine, alcuni obbligazionisti potrebbero cercare di utilizzare l'effetto *buoying-up* offensivamente. Essi potrebbero, infatti, reputarsi detentori di una piccola percentuale di obbligazioni, che non hanno la possibilità di influenzare il risultato della ricapitalizzazione. Al contempo, rifiutando di prestare il proprio consenso ma facendo affidamento sull'approvazione da parte degli altri obbligazionisti per il successo della ristrutturazione, potrebbero (sperare di) ottenere un notevole incremento del valore delle obbligazioni detenute. Il problema è che, se un numero sufficiente di obbligazionisti ragionasse in questi termini e agisse offensivamente, la rinegoziazione sarebbe destinata a fallire. Anche qualora solo pochi obbligazionisti agissero offensivamente, il loro dissenso rispetto alla proposta di rinegoziazione, cumulato all'inerzia di alcuni obbligazionisti, all'ottimismo di altri e alla diffidenza di altri,

²⁷ Cfr. *infra*, par. 5.1.1.

potrebbe indurre una parte degli obbligazionisti ad agire in difesa dei propri interessi, determinando anche in questo caso il fallimento della rinegoziazione.

2.2. *Il voto a maggioranza.*

Un secondo modello ipotizzabile è quello in base al quale l'adesione o meno alla proposta di modifica delle condizioni essenziali del prestito obbligazionario avanzata dall'emittente è determinata sulla base del voto della maggioranza degli obbligazionisti.

In altri termini, la modifica del prestito obbligazionario è sottoposta al voto degli obbligazionisti e il risultato del voto della maggioranza di essi si estende alla minoranza: qualora la maggioranza acconsenta all'accordo, gli obbligazionisti dissenzienti saranno vincolati alla decisione. Attraverso tale sistema, i singoli obbligazionisti si pongono nei confronti dell'emittente come un unico creditore, la cui decisione trae fondamento dall'espressione della volontà di ciascuno di essi, mediata dal principio di maggioranza.

Il modello, in un sistema privo di distorsioni, sembrerebbe operare efficacemente.

Gli obbligazionisti si troverebbero di fronte a una semplice alternativa: accettare ovvero rifiutare la rinegoziazione. In questo caso, tuttavia, a differenza dell'ipotesi del consenso unanime precedentemente esaminata, essi non avrebbero alcun incentivo a rifiutare, potendo pertanto valutare liberamente la soluzione proposta.

È implicito, tuttavia, che taluni correttivi siano opportuni: occorre, infatti, assicurare l'esclusione dal voto di obbligazionisti in presenza di conflitto di interessi. Inoltre gli obbligazionisti devono possedere informazioni chiare sull'oggetto del voto e il loro voto deve essere libero e scevro di condizionamenti diretti o indiretti.

Nel rispetto di tali condizioni, il sistema del voto a maggioranza appare la soluzione preferibile al problema delle modifiche a elementi essenziali del prestito obbligazionario.

Ipotizzando l'applicazione del modello all'esempio numerico formulato in precedenza, si evidenzia come una regola, di origine legale o contrattuale, che avesse reso vincolante nei confronti dei dissenzienti il voto della maggioranza degli obbligazionisti, avrebbe costituito una soluzione all'*holdout problem*. Assumendo, infatti, che la disposizione in questione avesse richiesto il voto favorevole di una maggioranza qualificata almeno pari al 75% per l'approvazione della conversione del

debito in azioni, il consenso di A, C e D sarebbe stato sufficiente a rendere vincolante la decisione assunta anche nei confronti di B²⁸.

L'esempio esposto rappresenta certamente un caso limite, che dimostra come, in assenza del riconoscimento del potere della maggioranza degli obbligazionisti di vincolare la minoranza di essi alla decisione su una proposta di ristrutturazione del prestito obbligazionario, la società emittente potrebbe essere destinata al fallimento.

Ciò non esclude, tuttavia, che l'esigenza di garantire il voto vincolante della maggioranza degli obbligazionisti sulle modifiche delle condizioni fondamentali del prestito obbligazionario si ponga anche nell'ipotesi in cui la società sia *in bonis*.

Si ipotizzi che la società emittente, dovendo effettuare un investimento che nell'arco di un quinquennio sarà verosimilmente destinato a generare rilevanti flussi economici positivi, formuli agli obbligazionisti la proposta di rinunciare per tre anni alla percezione degli interessi dovuti sui titoli obbligazionari, offrendo eventualmente, quale contropartita, una maggiorazione degli interessi negli anni successivi, quando l'investimento avrà prodotto i suoi risultati.

Anche in questo caso il singolo obbligazionista potrebbe essere incentivato a rifiutare la proposta, in modo da continuare a percepire gli interessi pattuiti nei tre anni successivi senza scommettere sull'esito positivo dell'affare. Al contempo, giovandosi dell'adesione alla proposta degli altri obbligazionisti e del sacrificio di questi ultimi, al termine del quinquennio potrebbe beneficiare degli eventuali risultati positivi dell'investimento in termini di incremento della garanzia di solvibilità dell'emittente e, conseguentemente, del valore di mercato del titolo.

Ancora una volta, tuttavia, la mancata adesione alla proposta di un numero sufficiente di obbligazionisti sarebbe in grado di frustrare la realizzazione dell'investimento, precludendo una modifica delle condizioni essenziali del prestito obbligazionario vantaggiosa sia per la società emittente sia per gli obbligazionisti. È per questo motivo che, anche nell'ipotesi in cui non sussista un rischio imminente di fallimento della società emittente, il modello del voto a maggioranza rappresenta l'opzione preferibile.

3. *La disciplina delle modificazioni delle condizioni essenziali del prestito obbligazionario. Uno sguardo comparatistico.*

Esaminati i modelli ipotizzabili, occorre a questo punto soffermarsi sull'analisi delle regole concretamente adottate dai diversi ordinamenti giuridici.

²⁸ I tre obbligazionisti, infatti, possiedono obbligazioni per un importo nominale complessivo pari a 180 milioni di Euro, corrispondente al 75% dell'ammontare totale dell'emissione (pari 240 milioni di Euro).

Alla stregua della dicotomia individuata con riferimento ai criteri astrattamente configurabili, appare utile procedere a una classificazione dei diversi sistemi giuridici operando una distinzione tra due categorie.

Da una parte si collocano quegli ordinamenti che hanno adottato una disciplina improntata al riconoscimento del primato del consenso unanime degli obbligazionisti ai fini delle modificazioni delle condizioni essenziali del prestito obbligazionario. All'interno di questa classe è possibile distinguere i sistemi giuridici che, adottando un approccio estremamente rigoroso, qualificano come inderogabile la regola della necessaria unanimità, da quelli che, di contro, riconoscono spazi all'autonomia privata in materia, ammettendo deroghe alla regola.

Dall'altra parte si pongono gli ordinamenti che hanno optato per l'applicazione del criterio del voto della maggioranza degli obbligazionisti, vincolante anche nei confronti della minoranza assente o dissenziente, sulle modifiche delle condizioni essenziali del prestito obbligazionario. La scelta del principio maggioritario si accompagna, di frequente, alla previsione legislativa di maggioranze rafforzate ovvero, laddove la determinazione della maggioranza richiesta sia affidata all'autonomia contrattuale, all'imposizione di una percentuale minima di voti favorevoli molto elevata per l'approvazione di quelle modifiche che ricadano in modo particolarmente incisivo sulle originarie condizioni del contratto.

Sul punto, è necessario precisare che non è dato associare una determinata tendenza alla natura di *common law* ovvero di *civil law* dell'ordinamento esaminato, ma il tema investe trasversalmente i diversi sistemi giuridici. Ciò che è possibile riscontrare più di recente, tuttavia, è il *favor* dei legislatori moderni verso una riforma della materia tesa a privilegiare l'ampliamento dell'autonomia privata.

Nei paragrafi che seguono saranno esaminati, in primo luogo, esempi di sistemi giuridici in cui è tuttora vigente una disciplina modellata sul criterio della necessaria unanimità – quale regola inderogabile ovvero quale regola di *default* – sulle modificazioni delle condizioni fondamentali del prestito obbligazionario. In secondo luogo, saranno passati in rassegna gli ordinamenti giuridici nei quali, in relazione a tali decisioni, trova applicazione il principio maggioritario.

3.1. *L'adozione del criterio della necessaria unanimità quale regola inderogabile.*

Gli Stati Uniti rappresentano il principale ordinamento che ha adottato un approccio estremamente restrittivo in materia di modifiche alle condizioni del prestito obbligazionario, frutto di una legislazione che risale al 1939 (*Trust Indenture Act*)²⁹.

Nell'ordinamento americano, infatti, salvo limitate eccezioni, le modifiche all'*indenture* richiedono il consenso di ciascun obbligazionista. Con il voto favorevole di una maggioranza degli obbligazionisti corrispondente al 75% dell'ammontare nominale è possibile autorizzare solo una proroga del pagamento degli interessi fino a tre anni dalla scadenza naturale³⁰. Si tratta, peraltro, di una regola inderogabile dall'autonomia privata, rispetto alla quale un parziale temperamento è stato introdotto soltanto a seguito della riforma legislativa del 1990, allorquando alla *Securities and Exchange Commission* è stato attribuito il potere di accordare esenzioni dall'applicazione della disciplina.

Due casi recenti, *Marblegate* and *Caesars*³¹, hanno riaperto il dibattito, in realtà mai sopito, sulle operazioni di ristrutturazione dei prestiti obbligazionari condotte al di fuori del contesto della procedura fallimentare. Le decisioni del *Southern District of New York* hanno aderito a un'interpretazione molto rigorosa della disciplina, evidenziando al contempo i limiti della legislazione statunitense, che attualmente preclude, di fatto, qualsiasi tentativo di ristrutturazione stragiudiziale del debito obbligazionario³².

La legislazione argentina prevede che l'assemblea degli obbligazionisti possa accettare modificazioni delle condizioni del prestito con le maggioranze prescritte per l'assemblea straordinaria della *sociedad anónima*. Si prevede, tuttavia, che non si possano alterare le condizioni fondamentali dell'emissione, salvo che ricorra l'unanimità³³.

Un sistema analogo è vigente in Ecuador, laddove l'art. 168 della *Ley de Mercado de Valores* attribuisce all'assemblea degli obbligazionisti, a maggioranza dei

²⁹ Pub. L. No. 76-253, 53 Stat. 1149 (introdotto quale emendamento al *Securities Act*, 15 U.S.C. §§ 77aaa-77bbb (2012)).

³⁰ Trust Indenture Act of 1939 § 316 (b), 15 U.S.C. § 77ppp(b) (2012).

³¹ *Marblegate Asset Mgmt., LLC v. Educ. Mgmt. Corp.*, 111 F. Supp. 3d 542 (S.D.N.Y. 2015), *appeal docketed*, Nos. 15-2124 & 15-2141 (2d Cir. Jul. 2, 2015); *MeehanCombs Glob. Credit Opportunities Funds, LP v. Caesars Entm't Corp.*, 80 F. Supp. 3d 507 (S.D.N.Y. 2015). Ma si veda, da ultimo, *Marblegate Asset Mgmt., LLC v. Educ. Mgmt. Fin. Corp.*, No. 15-2124-cv(L), (2d Cir. 2017). Si veda anche *BOKF, N.A. v. Caesars Entm't Corp.*, Nos. 15-cv-1561 (SAS) & 15-cv-4634 (SAS), 2015 WL 5076785 (S.D.N.Y. Aug. 27, 2015). Tali decisioni saranno esaminate in dettaglio *infra*, Cap. III, par. 10.2.

³² Per un'approfondita disamina della disciplina statunitense cfr. *infra*, Cap. III, par. 10.

³³ Ley General De Sociedades No. 19.550, T.O. 1984, art. 354.

due terzi, la competenza ad autorizzare modificazioni al contratto di emissione proposte dall'emittente, precisando però che sarà richiesta una deliberazione unanime per effettuare modifiche alle condizioni relative ai tassi di interesse ovvero alla modalità di adeguamento, al termine e alla modalità di rimborso del capitale, al termine e alla modalità del pagamento degli interessi, alla modifica di garanzie o alla modalità di pagamento previste dal contratto originario.

3.1.1. (*segue*): ...e quale regola di *default*.

Tra i più importanti ordinamenti giuridici che ricorrono al modello della necessaria unanimità quale regola di *default*, derogabile da una diversa scelta dell'autonomia privata, vi sono il sistema tedesco e quello cileno, entrambi oggetto di riforma nell'ultimo decennio³⁴.

La legislazione tedesca in materia di obbligazioni, introdotta nel 2009³⁵, dispone, quale regola generale, che le modifiche ai termini e alle condizioni delle obbligazioni possono essere apportate per mezzo di un accordo contenuto in contratti identici con tutti gli obbligazionisti ovvero attraverso una particolare procedura ad efficacia collettiva vincolante. In tal caso l'emittente deve rispettare il principio della parità di trattamento degli obbligazionisti³⁶. In particolare, le condizioni del prestito obbligazionario potranno prevedere che gli obbligazionisti di una determinata emissione acconsentano, attraverso una deliberazione a maggioranza avente efficacia vincolante nei confronti della minoranza, alle modifiche ai termini e alle condizioni delle obbligazioni, con il solo limite dell'eguaglianza delle condizioni per tutti gli obbligazionisti³⁷. La maggioranza generalmente richiesta per l'adozione delle

³⁴ Nell'ordinamento tedesco, prima della riforma, vigeva una disciplina risalente al 1899 che non consentiva l'adozione a maggioranza di modifiche alle condizioni del prestito obbligazionario, fatta salva solo la possibilità di autorizzare, con una maggioranza del 75%, una riduzione ovvero una dilazione della corresponsione del tasso di interesse per un periodo non superiore a tre anni e purchè ricorresse l'esigenza di evitare il mancato pagamento o l'assoggettamento dell'emittente a procedure di insolvenza; cfr. J. GRANT ALLEN, *More than a Matter of Trust: the German Debt Securities Act 2009 in International Perspective*, in *Cap. Mkt's L. J.*, 2011, 15 ss. Analogamente, la legislazione cilena imponeva la regola della necessaria unanimità per le modifiche alle condizioni fondamentali del prestito obbligazionario; cfr. C. BERDEJÓ, *Revisiting the Voting Prohibition in Bond Workouts*, Loyola-LA Legal Studies Paper No. 2014-29, 19.

³⁵ Gesetz über Schuldverschreibungen aus Gesamtemissionen – Schuldverschreibungsgesetz [SchVg], 31 Luglio 2009, BGBl. I, 2512, da ultimo modificato dal Gesetz [G] del 13 Settembre 2012, BGBl. I, 1914, <http://www.gesetze-im-internet.de/schvg/BJNR251210009.html>. Cfr. J. GRANT ALLEN, *More than a Matter of Trust: the German Debt Securities Act 2009 in International Perspective*, cit., 15 ss.

³⁶ Sec. 4 SchVg.

³⁷ Sec. 5 SchVg. La Sec. 5(3) SchVg contiene un elenco, peraltro non esaustivo, di possibili misure adottabili a maggioranza: modifiche relative alla scadenza o riduzione o esclusione del pagamento degli interessi; modifiche alla scadenza del capitale, riduzione del capitale; subordinazione

deliberazioni è quella semplice. Tuttavia, le decisioni che modificano significativamente il contenuto delle condizioni e dei termini delle obbligazioni, in particolare nei casi specificamente individuati dalla legge, necessitano di una maggioranza qualificata pari almeno al 75% dei diritti di voto partecipanti al voto, ferma restando la possibilità che le condizioni del prestito richiedano una maggioranza più elevata per talune o tutte le misure³⁸.

In Cile, ai sensi del riformato art. 125 della *Ley de Mercado de Valores*³⁹, l'assemblea degli obbligazionisti può permettere al rappresentante dei detentori di concordare con l'emittente le modifiche al contratto di emissione specificamente autorizzate, con il consenso dei 2/3 dei voti appartenenti alle obbligazioni della corrispondente emissione, salva la sussistenza di un *quorum* differente stabilito dalla legge o la più elevata percentuale richiesta dal contratto. In caso di modifiche al contratto riguardanti il tasso di interesse o adeguamenti e possibilità di pagamento, ammontare e scadenza dell'ammortamento del debito o garanzie, l'*escritura de emisión* potrà determinare la misura del consenso richiesto, che non potrà essere inferiore al 75%. Infine, se l'*escritura de emisión* non contempla alcuna percentuale, l'approvazione dovrà essere unanime⁴⁰.

L'analisi empirica dimostra come, negli ordinamenti tedesco e cileno, l'autonomia privata abbia fatto largo uso della possibilità riconosciuta dalle recenti riforme di introdurre clausole di voto a maggioranza sulle modificazioni delle condizioni essenziali del prestito obbligazionario, attestandosi prevalentemente, nella selezione della percentuale di voti favorevoli necessaria ai fini dell'approvazione della relativa decisione, sulla misura minima prescritta dalla legge⁴¹.

3.2. *La scelta del principio di maggioranza.*

Il principio maggioritario rappresenta il criterio adottato in via prevalente dalle legislazioni moderne nella disciplina delle modificazioni delle condizioni

delle pretese sottese alle obbligazioni durante le procedure di insolvenza dell'emittente; conversione o scambio delle obbligazioni in azioni, altri strumenti o altre promesse di prestazioni; sostituzione o svincolo di garanzie; cambi della valuta delle obbligazioni; rinuncia o limitazione del diritto di recesso degli obbligazionisti; sostituzione dell'emittente e modifiche o cancellazione di condizioni ancillari delle obbligazioni.

³⁸ Sec. 5(4) SchVg.

³⁹ Ley No. 18.405, Octubre 21, 1981, DIARIO OFICIAL [D.O.]. L'art. 125 è stato modificato nel 2007 dall'art. 6, n. 8, Ley No. 20.190, Junio 5, 2007 DIARIO OFICIAL [D.O.].

⁴⁰ Cfr. C. BERDEJÓ, *Revisiting the Voting Prohibition in Bond Workouts*, cit., 18 ss. il quale rileva come “[i]n sum, the 2007 amendments transformed the rule governing the modification of core terms from a mandatory rule to a default rule, wherein the default is a UAC” (*ivi*, 20), ossia una *unanimity action clause*.

⁴¹ Si vedano i risultati della ricerca condotta da C. BERDEJÓ, *Revisiting the Voting Prohibition in Bond Workouts*, cit., 4 e 21 ss.

fondamentali del prestito obbligazionario, seppur generalmente affiancato dalla previsione di una maggioranza qualificata.

Tra gli ordinamenti, in assoluto, più liberali occorre menzionare quello inglese, laddove i *trust deeds* attribuiscono frequentemente alla maggioranza qualificata degli obbligazionisti il potere di modificare le condizioni del prestito⁴². Il potere conferito alla maggioranza di vincolare la minoranza incontra, tuttavia, significativi limiti, introdotti nel tempo dalle corti inglesi⁴³.

Di particolare interesse è, poi, il sistema francese, che riconosce la competenza dell'assemblea degli obbligazionisti a deliberare, con una maggioranza dei due terzi dei voti, su ogni proposta di modifica del prestito obbligazionario⁴⁴. Il legislatore accosta alla regola un'elencazione esemplificativa⁴⁵, che include ogni proposta relativa al rilascio totale o parziale delle garanzie, il rinvio del termine per il pagamento degli interessi ovvero la modifica delle modalità di ammortamento o del tasso di interesse. Tuttavia, tre limiti sono espressamente imposti, in relazione ai quali non sono ammesse deroghe: l'assemblea non può aumentare gli oneri degli obbligazionisti, stabilire un trattamento ineguale tra gli obbligazionisti di una medesima serie, deliberare la conversione di obbligazioni in azioni⁴⁶.

L'interdizione del potere di *accroître les charges des obligataires*, come è evidente, assume particolare rilievo nella delimitazione delle modificazioni alle condizioni del contratto che l'assemblea è legittimata a deliberare. Ai fini della corretta interpretazione della formula utilizzata dal legislatore, è utile muovere dal precedente della norma rinvenibile nell'art. 21, décret du 30 octobre 1935⁴⁷, laddove si limitava il potere dell'assemblea "*d'accroître les charges des obligataires ou porteurs*

⁴² Cfr. A. VIDEON-J. TURNER, OLSWANG LLP, *Restructuring Bonds: Legal Issues Under English Law*, in *The International Comparative Legal Guide to: Corporate Recovery & Insolvency 2015*⁹, London, 2015, 6.

⁴³ Per approfondimenti si veda *infra* Cap. III, par. 9.

⁴⁴ Art. L 228-65, alinea 1 C. com. Cfr. M. COZIAN-A. VIANDIER-F. DEBOISSY, *Droit des sociétés*²⁶, Paris, 2013, n. 1012, 513.

⁴⁵ Cfr. M. GERMAIN-V. MAGNIER, *Les sociétés commerciales*²¹, *Traité de droit des affaires*, 2, G. RIPERT-R. ROBLOT, sous la direction de M. Germain, Issy-les-Moulineaux, 2014 n. 2413, 625, i quali rilevano in proposito come "[l]'omnipotence de l'assemblée résulte de la formule initiale qui pose un principe absolument général, et de l'adverbe *notamment* qui souligne que l'énumération suivante n'a pas un caractère limitatif".

⁴⁶ Si veda l'art. L 228-68 C. com., a mente del quale: "Les assemblées ne peuvent ni accroître les charges des obligataires ni établir un traitement inégal entre les obligataires d'une même masse.

Elles ne peuvent décider la conversion des obligations en actions, sous réserve des dispositions de l'article L. 225-167.

Toute disposition contraire est réputée non écrite".

⁴⁷ A sua volta ispirato all'art. 31, Loi du 24 juillet 1867 sur les sociétés commerciales: "Nonobstant toutes clauses contraires de l'acte de société, l'assemblée générale, délibérant comme il est dit ci-après, peut modifier les statuts dans toutes leurs dispositions. Elle ne peut toutefois changer la nationalité de la société ni augmenter les engagements des actionnaires".

de titres d'emprunt et, en particulier, de leur imposer un versement supplémentaire”, nonché dal richiamo, in via analogica, alla giurisprudenza in materia di assemblea straordinaria degli azionisti⁴⁸, da cui è possibile desumere che sono da ritenere precluse le misure che comportino un aggravamento del debito⁴⁹.

La dizione “aumentare gli oneri degli obbligazionisti” deve, dunque, intendersi come riferita all'imposizione di nuovi sacrifici pecuniari agli obbligazionisti⁵⁰, con la precisazione che altro sono i costi sostenuti dal rappresentante comune nell'interesse degli obbligazionisti, che non rappresentano un incremento degli oneri ai sensi della norma, altro eventuali contributi supplementari richiesti agli obbligazionisti in occasione, ad esempio, di una riorganizzazione dell'impresa. Sono, infatti, questi ultimi gli oneri imposti agli obbligazionisti che il legislatore ha inteso proibire. Analogamente, rientreranno nel novero delle misure interdette al voto dell'assemblea degli obbligazionisti la possibilità di liberazione per compensazione, la soppressione dei diritti acquisiti imposta agli obbligazionisti che rifiuteranno di effettuare nuovi versamenti, l'assunzione di impegni personali di natura pecuniaria diversi da quelli riconducibili alla qualità di obbligazionista, l'anticipazione della data dei versamenti residui, l'incremento del tasso degli interessi di mora previsto nel caso in cui la liberazione dei titoli sia stata convenuta in via frazionata e a date determinate.

Una legislazione permissiva, con talune restrizioni, è altresì presente in Spagna, ove l'art. 425 della *Ley de Sociedades de Capital*⁵¹, come modificato da ultimo dall'art. 45.11 della *Ley 5/2015*, prevede che per gli accordi adottati dall'assemblea degli obbligazionisti è necessaria la maggioranza assoluta dei voti espressi, sebbene le modifiche al termine o alle condizioni di rimborso del valore nominale, la conversione o lo scambio richiedano il voto favorevole dei due terzi delle obbligazioni in circolazione.

Anche il diritto portoghese attribuisce all'assemblea degli obbligazionisti, con la previsione di maggioranze qualificate e variabili a seconda della convocazione, la competenza a deliberare sulle modificazioni delle condizioni dei crediti degli obbligazionisti⁵².

⁴⁸ In particolare, cfr. Cass. Civ. 9 févr. 1937. D.P. 1937.1.73.

⁴⁹ Per tale ricostruzione cfr. G. HUREAU, *Les pouvoirs des assemblées d'obligataires*, cit., 236 ss. Sui poteri dell'assemblea degli obbligazionisti e i limiti individuati dalla giurisprudenza in epoca antecedente si veda L. ALEXANDROFF, *Traité théorique et pratique des Obligations émises par les Sociétés*, cit., 27 ss.

⁵⁰ In tal senso cfr. M. GERMAIN-V. MAGNIER, *Les sociétés commerciales*²¹, cit., n. 2413, 625.

⁵¹ *Ley de Sociedades de Capital* art. 425 (B.O.E. 2010,1).

⁵² *Código das Sociedades Comerciais*, art. 355/7. In particolare è richiesta una maggioranza della metà dei voti corrispondenti a tutte le obbligazioni in prima convocazione e due terzi dei voti espressi in seconda convocazione.

Il diritto lussemburghese prevede specificamente la rimessione all'assemblea degli obbligazionisti delle decisioni relative a modifiche al prestito obbligazionario⁵³, quali la modifica o soppressione di garanzie particolari attribuite ai portatori di obbligazioni, la proroga di una o più scadenze di interessi, la riduzione del tasso di interesse, l'estensione della durata dall'ammortamento, la sospensione e la modifica delle condizioni a cui deve aver luogo. L'assemblea può inoltre accettare di sostituire alle obbligazioni le azioni della società ovvero azioni o obbligazioni di altra società; qualora la sostituzione di azioni alle obbligazioni implichi un aumento di capitale della società, questa può avere effetto solo se tale aumento è deciso dall'assemblea degli azionisti al più tardi tre mesi dopo la decisione dell'assemblea degli obbligazionisti⁵⁴.

Una disciplina analoga è rinvenibile nel diritto belga, laddove, tra le competenze assegnate all'assemblea degli obbligazionisti, rientrano le seguenti⁵⁵: prorogare una o più scadenze di interessi, acconsentire alla riduzione del tasso di interesse o modificarne le condizioni di pagamento; prolungare la durata dell'ammortamento, sospenderlo e consentire di apportare modifiche alle condizioni a cui deve aver luogo; accettare disposizioni che hanno per oggetto sia di accordare garanzie particolari a profitto dei portatori di obbligazioni, sia di modificare o di abolire le garanzie già attribuite; decidere quali atti conservativi compiere nell'interesse comune. È espressamente contemplata, inoltre, la possibilità di accettare di sostituire delle azioni ai crediti degli obbligazionisti. Tale decisione, tuttavia, avrà effetto solo se accettata entro tre mesi dagli azionisti, che delibereranno secondo le forme prescritte per l'adozione di modifiche statutarie, salvo che questi ultimi non avessero previamente acconsentito alla sostituzione delle azioni alle obbligazioni⁵⁶.

La legislazione svizzera riconosce espressamente che la comunione degli obbligazionisti ha, segnatamente se il debitore si trovi in una situazione critica, il diritto di adottare, entro i limiti prescritti della legge, le misure opportune per la tutela

⁵³ In relazione alle quali sono fissati specifici *quorum* costitutivi e deliberativi. In particolare il secondo comma dell'art. 94-3, Loi du 10 août 1915, da ultimo modificata dalla Loi du 10 août 2016, art. 94-3., prevede che "l'assemblée ne peut valablement délibérer que si ses membres représentent la moitié au moins du montant des titres en circulation.

Si cette condition n'est pas remplie, une nouvelle convocation est nécessaire et la nouvelle assemblée délibère valablement quelle que soit la portion représentée du montant des titres en circulation.

Les décisions sont prises à la majorité des deux tiers des voix exprimées par les porteurs des titres représentés. Les voix exprimées ne comprennent pas celles attachées aux obligations pour lesquelles l'obligataire n'a pas pris part au vote ou s'est abstenu ou a voté blanc ou nul".

⁵⁴ Loi du 10 août 1915, da ultimo modificata dalla Loi du 10 août 2016, art. 94-2.

⁵⁵ Per i *quorum* richiesti si vedano CODE DES SOCIÉTÉS [C. SOC.] art. 574 (Belg.), cui corrisponde l'art. 297 per la *société privée à responsabilité limitée*, ove per il caso del mancato raggiungimento delle maggioranze prescritte si prevede un procedimento di omologazione giudiziale.

⁵⁶ CODE DES SOCIÉTÉS [C. SOC.] art. 568 (Belg.). Analoghe disposizioni sono previste per la *société privée à responsabilité limitée*, agli artt. 292 e ss.

degli interessi comuni⁵⁷. Sono, inoltre, elencate le decisioni rimesse all'assemblea degli obbligazionisti, che richiedono l'assenso dei due terzi del capitale in circolazione e che comprendono, fra le altre, l'approvazione della conversione totale o parziale di obbligazioni del prestito in azioni⁵⁸.

In Perù, l'art. 322 n. 2 della Ley General de Sociedades⁵⁹ attribuisce all'assemblea degli obbligazionisti il potere di modificare sia le garanzie sia le condizioni del prestito, in accordo con l'emittente. In questo caso, in base al successivo art. 323, è richiesto che la maggioranza assoluta delle obbligazioni in circolazione approvi la delibera.

In Brasile, l'art. 71, par. 5 della Lei das Sociedades Anônimas⁶⁰ prevede che *l'escritura de emissão* stabilisca il *quorum* richiesto per approvare modifiche alle condizioni delle obbligazioni, che tuttavia non deve essere inferiore alla metà delle obbligazioni in circolazione. Di contro, come disposto dall'art. 70, il fiduciario non ha il potere di raggiungere accordi sulle modifiche delle clausole o sulle condizioni di emissione.

⁵⁷ Obligationenrecht [OR]; Code des Obligations [CO], Codice delle obbligazioni [CO] Mar 30, 1911, RS 220, art. 1164b, par. 1.

⁵⁸ Nello specifico, con una maggioranza di almeno due terzi del capitale in circolazione, è possibile deliberare (i) la sospensione del pagamento d'interessi per cinque anni al più, con possibilità di prorogarla per due nuovi periodi di cinque anni al massimo; (ii) la remissione d'interessi per cinque anni al più, in un periodo di sette anni; (iii) la riduzione del tasso dell'interesse fino alla metà di quello pattuito nelle condizioni del prestito, oppure la conversione di un tasso d'interesse fisso in altro variabile secondo il risultato dell'esercizio, l'una e l'altra per dieci anni al più, con possibilità di prorogare detto termine di cinque anni al massimo; (iv) la proroga, di dieci anni al più, del termine d'ammortamento, sia mediante riduzione dell'annualità, sia mediante aumento del numero dei rimborsi parziali, sia mediante la temporanea sospensione di queste prestazioni, con possibilità di prorogare detto termine di cinque anni al massimo; (v) la sospensione del rimborso d'un prestito scaduto o scadente entro il termine di cinque anni, o di frazioni dello stesso, per dieci anni al più, con possibilità di prorogare detto termine di cinque anni al massimo; (vi) l'autorizzazione d'un rimborso anticipato del capitale; (vii) la concessione della precedenza ad un diritto di pegno costituendo a favore di nuovi capitali apportati all'impresa, la modificazione delle garanzie esistenti, oppure la rinuncia totale o parziale alle stesse; (viii) l'approvazione della modificazione delle clausole che limitano l'emissione delle obbligazioni in proporzione del capitale sociale; (ix) l'approvazione della conversione totale o parziale di obbligazioni del prestito in azioni. Si precisa, inoltre, che dette misure possono essere combinate. Cfr. Obligationenrecht [OR]; Code des Obligations [CO], Codice delle obbligazioni [CO] Mar 30, 1911, RS 220, art. 1157.

⁵⁹ Ley No. 26887, Dicembre 5, 1997, DIARIO OFICIAL [D.O.] de 9.12.1997, <http://www.leyes.congreso.gob.pe/Documentos/Leyes/26887.pdf>.

⁶⁰ Lei No. 6.404, de 15 de Dezembro de 1976, DIÁRIO OFICIAL DA UNIÃO [D.O.U.] de 17.12.1976.

4. *La ristrutturazione delle emissioni obbligazionarie nel debito sovrano.*

Nel contesto della descrizione delle tecniche di ristrutturazione del prestito obbligazionario con particolare riguardo al profilo della necessaria maggioranza, merita, infine, un accenno il tema del debito sovrano.

La sempre più diffusa previsione di *majority action clauses* nei prestiti obbligazionari sovrani, infatti, dimostra che, laddove le parti siano libere di negoziare le migliori condizioni per le emissioni di titoli di debito, possono considerare conveniente formulare clausole che autorizzino la maggioranza degli obbligazionisti a esprimere un voto vincolante per la minoranza sulle modifiche delle condizioni essenziali del prestito⁶¹.

Uno dei principali canali di finanziamento privato degli Stati, oltre ai prestiti sindacati, è rappresentato dall'emissione di obbligazioni sovrane sui mercati internazionali. Il fenomeno riguarda, più specificamente, le ipotesi in cui, attraverso un'emissione obbligazionaria internazionale, si realizza una raccolta di risparmio su una pluralità di mercati nazionali, che confluisce verso un mutuatario sovrano⁶².

La struttura dei prestiti sovrani non è dissimile da quella dei prestiti c.d. *corporate*. Il carattere internazionale, che contraddistingue entrambe le tipologie di emissione, si riscontra non tanto nella presenza di elementi di contatto con l'estero, quanto nella sussistenza di specifiche peculiarità tecniche, quali l'assenza di un singolo luogo di emissione, la presenza di un gruppo di banche incaricate del collocamento, un regime legale non legato ai mercati di emissione e collocamento⁶³.

La legge regolatrice del prestito obbligazionario è generalmente individuata nel regolamento di emissione e coincide frequentemente con la legge inglese ovvero con quella americana, in particolare di New York. Con particolare riguardo ai Paesi Europei, tuttavia, la legge prescelta è solitamente quella dello Stato emittente e, qualora si opti per una legge diversa, la scelta ricade sulla legge inglese. In parziale controtendenza, si registra la posizione di Stati quali Austria, Ungheria, Italia, Polonia e Svezia, che hanno emesso un ammontare non trascurabile di obbligazioni statali

⁶¹ Cfr. M.J. ROE, *Bankruptcy and Corporate Reorganization*, cit., 510 s.

⁶² Cfr. M. MEGLIANI, *Debitori sovrani e obbligazionisti esteri*, Milano, 2009, 15.

⁶³ M. MEGLIANI, *Sovereign Debt: Genesis-Restructuring-Litigation*, Switzerland, 2015, 206. Le differenze tra le due tipologie di debito attengono al contenuto delle *representations and warranties*, ove lo Stato conferma che le procedure costituzionali che assicurano la validità dell'indebitamento sul piano interno sono state espletate e che il prestito, avendo natura commerciale, non è soggetto all'immunità sovrana. Un'ulteriore differenza è rappresentata dalla clausola di rinuncia all'immunità, con cui sono estese le ipotesi di rinuncia con riferimento alla giurisdizione cautelare e esecutiva; M. MEGLIANI, *Debitori sovrani e obbligazionisti esteri*, cit., 16, nota 3.

soggette alla legge di New York, sebbene si tratti di importi minori in rapporto al volume totale delle emissioni⁶⁴.

La determinazione della legge applicabile assume particolare rilievo in fase di ristrutturazione del prestito obbligazionario⁶⁵, laddove si intenda sottoporre una modifica delle condizioni del prestito agli obbligazionisti⁶⁶.

Se infatti i prestiti obbligazionari sono assoggettati alla legge inglese, la presenza di una *majority action clause* autorizza una maggioranza qualificata di obbligazionisti ad approvare la modifica delle condizioni del prestito, mentre le emissioni regolate dalla disciplina americana contemplanò una *unanimity action clause*, che impone il consenso unanime dei sottoscrittori per eventuali modifiche che si rendessero necessarie⁶⁷.

A ben vedere, la clausola della necessaria unanimità, comunemente riprodotta nei regolamenti dei prestiti sovrani soggetti alla legge newyorkese, non è obbligatoria, né l'unica opzione per i *sovereign bonds*. A differenza di quanto avviene per le emissioni di tipo *corporate*, infatti, le emissioni obbligazionarie di debito sovrano esulano dall'ambito di applicazione della disciplina dettata dal *Trust Indenture Act*⁶⁸, che salvo limitate eccezioni, non ammette un voto vincolante della maggioranza degli obbligazionisti sulle modifiche delle condizioni del prestito obbligazionario⁶⁹.

La presenza di *unanimity action clauses* rende praticamente impossibile una ristrutturazione su larga scala. Le difficoltà legate all'ottenimento del consenso di tutti

⁶⁴ M. MEGLIANI, *Sovereign Debt: Genesis-Restructuring-Litigation*, cit., 225 s.; U.S. DAS-M.G. PAPAIOANNOU-C. TREBESCH, *Sovereign Debt Restructurings 1950-2010: Literature Survey, Data, and Stylized Facts*, IMF Working Paper, 2012, 41 ss.

⁶⁵ In realtà le modalità di ristrutturazione del debito sovrano assumono diverse forme. Oltre all'approccio cooperativo, che si realizza attraverso un negoziato diretto ovvero un'offerta unilaterale preceduta da contatti informali, si annoverano infatti l'approccio indotto attraverso lo strumento dell'*exit consent* e la ristrutturazione unilaterale; cfr. M. MEGLIANI, *Debitori sovrani e obbligazionisti esteri*, cit., 90 ss.

⁶⁶ Sul punto, occorre premettere che anche nel contesto del debito sovrano si tengono assemblee degli obbligazionisti. In presenza di un *trustee*, che rappresenta l'interesse degli obbligazionisti, l'assemblea controlla le decisioni assunte da questi, mentre in presenza di un *fiscal agent*, che tutela gli interessi dell'emittente, l'assemblea degli obbligazionisti ha un marcato potere decisionale. L'emittente mantiene sempre la facoltà di convocare l'assemblea per sottoporre alla decisione degli obbligazionisti un piano di ristrutturazione del debito. Cfr. M. MEGLIANI, *Debitori sovrani e obbligazionisti esteri*, cit. 69; ID., *Sovereign Debt: Genesis-Restructuring-Litigation*, cit., 354.

⁶⁷ Cfr. L.C. BUCHHEIT-G.M. GULATI, *Sovereign Bonds and the Collective Will*, in *Emory L.J.*, 2002, 1325 ss.; M. MEGLIANI, *Sovereign Debt: Genesis-Restructuring-Litigation*, cit., 354; D.K. TARULLO, *Rules, Discretion, and Authority in International Financial Law*, in *J. Int'l Econ. L.*, 2001, 667 ss.

⁶⁸ La Section 304 del Trust Indenture Act, 15 USCA § 77ddd(a)(6), esenta dal suo ambito di applicazione "*any note, bond, debenture, or evidence of indebtedness issued or guaranteed by a foreign government or by a subdivision, department, municipality, agency, or instrumentality thereof*".

⁶⁹ Cfr. Trust Indenture Act § 316 (b), 15 U.S.C. § 77ppp(b).

i singoli sottoscrittori risultano evidentemente oltremodo amplificate laddove la platea dei sottoscrittori sia costituita da un pubblico disperso e internazionale. Inoltre, nel caso di debito sovrano, neppure sarebbe percorribile la strada della riorganizzazione perseguita attraverso le procedure (e le maggioranze) di cui al *Chapter 11*⁷⁰.

Nello scenario descritto, le *collective action clauses* (CACs)⁷¹, permettendo a una maggioranza qualificata di obbligazionisti di accettare una rinegoziazione a nome dell'intera categoria, sono state viste come una possibile soluzione alla crisi finanziaria globale che ha colpito il mercato del debito sovrano⁷². Di conseguenza in anni recenti si è affermata la tendenza a sostituire il requisito dell'unanimità con quello della maggioranza, al fine di agevolare i processi di ristrutturazione del debito⁷³.

Tale iniziativa ha ricevuto un primo avallo ufficiale nel 2002, quando il G-10 ha istituito un gruppo di lavoro sulle clausole contrattuali, al fine di promuovere lo sviluppo di previsioni contrattuali idonee a facilitare le ristrutturazioni nelle emissioni di obbligazioni sovrane. Il *Working Group* ha raccomandato l'inclusione di una clausola di modifica a maggioranza che permettesse cambiamenti dei termini di pagamento a seguito dell'approvazione da parte di una maggioranza qualificata di obbligazionisti⁷⁴. Nel 2005 la Commissione Europea ha deciso di inserire le CACs nei prestiti obbligazionari emessi in conformità al programma *European Medium-Term Note* (EMTN)⁷⁵. Nel 2012 le CACs sono diventate obbligatorie per tutte le nuove

⁷⁰ Cfr. L.C. BUCHHEIT-G.M. GULATI, *Sovereign Bonds and the Collective Will*, cit., 1344, i quali osservano che nella ristrutturazione negoziata del debito sovrano, a differenza di una riorganizzazione aziendale ai sensi del *Chapter 11*, tutti i creditori che si trovano in una posizione simile non votano come una classe, pertanto sollecitare la formazione di una "volontà collettiva" implica l'intervento di gruppi di creditori distinti per distinti strumenti di debito.

⁷¹ Con la dizione *collective action clauses* si intende una categoria più ampia che, oltre alle *majority action clauses*, comprende le *collective representation clauses*, che istituiscono un comitato dei creditori o un altro organo rappresentativo degli obbligazionisti, le *majority enforcement clauses* (o *initiation clauses*), che stabiliscono che il 25% degli obbligazionisti possa approvare un'accelerazione del prestito, pur potendo il 50% degli obbligazionisti rigettare tale accelerazione e le *engagement clauses*, che disciplinano l'interazione tra debitore sovrano e obbligazionisti e delineano lo svolgimento del processo di ristrutturazione. Cfr. R.B. AHDIEH, *Between Mandate and Market: Contract Transition in the shadow of the International Order*, in *Emory L.J.*, 2004, 698 s., nota 15.

⁷² Cfr. E. CARLETTI-P. COLLA-M. GULATI, *Evaluating the 2013 CAC Experiment*, 2016, http://scholarship.law.duke.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=6294&context=faculty_scholarship, 2 s.

⁷³ La letteratura internazionale in tema di debito sovrano e *collective action clauses* è molto vasta. Tra i contributi più recenti si vedano M. BRADLEY-M. GULATI, *Collective Action Clauses for the Eurozone*, in *Rev. Fin.*, 2014, 2045 ss.; C. HOFMANN, *Sovereign-Debt Restructuring in Europe Under the New Model Collective Action Clauses*, in *Tex. Int'l L.J.*, 2014, 385 ss. Secondo S.L. SCHWARCZ, *A Minimalist Approach to State "Bankruptcy"*, in *UCLA L. Rev.*, 2011, 330 n.40, tuttavia, pochi Stati adottano questo tipo di clausole.

⁷⁴ Cfr. GROUP OF TEN, *Report of the G-10 Working Group on Contractual Clauses*, 26 settembre 2002, <http://www.bis.org/publ/gten08.pdf>.

⁷⁵ Comunicazione della Commissione al Consiglio - Revisione del meccanismo di sostegno finanziario a medio termine per gli Stati membri di cui all'articolo 119 del trattato, COM/2005/0331 del 25 luglio 2005, ove si legge: "[n]el contesto dell'aggiornamento del programma EMTN, sono state

emissioni sovrane con scadenza superiore all'anno emesse a far data dall'1 gennaio 2013.⁷⁶ Infine, nel febbraio 2012, sono stati formalizzati i termini di riferimento per le CACs⁷⁷, prevedendosi che i termini e le condizioni dei titoli possano essere modificati in relazione ad una materia riservata⁷⁸ con il consenso dell'emittente e il voto favorevole dei possessori di almeno il 75% dell'ammontare nominale aggregato dei titoli in circolazione rappresentati in assemblea o una risoluzione scritta firmata da o per conto dei possessori di almeno il 66 2/3% dell'ammontare nominale aggregato dei titoli in circolazione⁷⁹.

L'attuale tendenza è dunque quella di inserire *collective action clauses* relative alla modifica delle condizioni del prestito obbligazionario; un modello inizialmente seguito da cinque debitori sovrani appartenenti a mercati emergenti, i quali hanno emesso obbligazioni nel mercato internazionale applicando la legge di New York, ma

includere nella documentazione associata le clausole di azione collettiva (CAC), in conformità all'accordo raggiunto in sede di CEF nel settembre del 2003. Le CAC sono intese a migliorare i diritti dei possessori di obbligazioni introducendo disposizioni sulla rappresentanza collettiva, gli accordi di ristrutturazione a maggioranza e l'esigibilità in caso di inadempimento dell'emittente. L'inclusione delle CAC nella documentazione EMTN è in linea con la dichiarata intenzione degli Stati membri e della Commissione di dare l'esempio includendo le CAC nelle proprie emissioni di titoli di debito internazionali in modo tale da promuovere l'impegno internazionale ad assicurare ristrutturazioni ordinate in caso di crisi debitorie di mutuatari sovrani".

⁷⁶ In conformità all'art. 12 (3) del Trattato che istituisce il meccanismo europeo di stabilità, T/ESM 2012-LT/it 1, <http://www.esm.europa.eu/pdf/ESM%20Treaty/20150203%20-%20ESM%20Treaty%20-%20IT.pdf> "[a] partire dal 1° gennaio 2013 sono incluse in tutti i titoli di Stato della zona euro di nuova emissione e con scadenza superiore ad un anno clausole d'azione collettiva in un modo che garantisca che il loro impatto giuridico sia identico.

⁷⁷ Sub-Committee on EU Sovereign Debt Markets, Economic and Financial Committee [EFC], *Common Terms of Reference* del 17 febbraio 2012, http://europa.eu/efc/sub_committee/pdf/cac_-_text_model_cac.pdf. Una traduzione in italiano del provvedimento è disponibile come Allegato B al Decreto n. 96717, Introduzione di clausole di azione collettiva (CACs) nei titoli di Stato, del 7 dicembre 2012, del Ministero dell'Economia e delle Finanze.

⁷⁸ Materie riservate sono le seguenti: (i) il cambio della data in cui ogni ammontare è pagabile in relazione ai titoli; (ii) la riduzione di qualsiasi ammontare, incluso qualsiasi ammontare insoluto, pagabile in relazione ai titoli; (iii) il cambio del metodo utilizzato per calcolare qualsiasi ammontare pagabile in relazione ai titoli; (iv) la riduzione del prezzo di rimborso dei titoli ovvero la modifica di qualsiasi data in cui i titoli possono essere rimborsati; (v) il cambio della valuta o del luogo di pagamento di qualsiasi ammontare pagabile in relazione ai titoli; (vi) l'imposizione di qualsiasi condizione o altrimenti la modifica degli obblighi di pagamento dell'Emittente in relazione ai titoli; (vii) la modifica di qualsiasi circostanza relativa ai pagamenti da effettuarsi in relazione ai titoli, al ricorrere della quale si verifica la decadenza dal beneficio del termine ed i titoli possono essere dichiarati come pagabili prima della loro naturale scadenza; (viii) la modifica dell'ordine di preferenza o della *seniority* dei titoli; (ix) la modifica dell'ammontare nominale dei titoli in circolazione ovvero, nel caso di modifica a più serie, dell'ammontare nominale dei titoli di debito di qualsiasi altra serie che è richiesto per approvare una proposta di modifica con riferimento ai titoli, la modifica dell'ammontare nominale dei titoli in circolazione che è richiesto ai fini di un dato quorum costitutivo, ovvero le regole finalizzate a stabilire i titoli da considerare in circolazione a questi fini; ovvero (x) la modifica della definizione di "materia riservata" (art. 1 (h) Common Terms of Reference).

⁷⁹ Art. 2.1 Common Terms of Reference.

prevedendo le CACs⁸⁰. In seguito, altri Paesi hanno emesso nuove obbligazioni prevedendo espressamente che le modifiche ai termini del prestito richiedessero il consenso di una maggioranza qualificata di obbligazionisti⁸¹.

Anche con riferimento a prestiti obbligazionari già emessi e soggetti alla legge dello Stato emittente, le CACs sono state introdotte attraverso modifiche legislative⁸².

Il *trend* descritto, oltre a ridurre le differenze correlate alla scelta della legge applicabile nei prestiti obbligazionari sovrani, è, altresì, specchio di una tendenza affermata di recente nelle legislazioni nazionali⁸³, ove la prevalenza del criterio della maggioranza qualificata ha soppiantato il requisito dell'unanimità⁸⁴. Sotto tale profilo, dunque, il riconoscimento dei benefici legati al superamento del consenso unanime accomuna i processi di ristrutturazione di emissioni obbligazionarie internazionali sovrane e *corporate*.

5. *Il fondamento e i limiti del modello della necessaria unanimità.*

La disamina dei modelli di regolamentazione in astratto configurabili in tema di competenza sulle modifiche delle condizioni essenziali del prestito obbligazionario induce a ritenere che il sistema che appare maggiormente conforme all'interesse e alla

⁸⁰ I cinque Paesi sono Kazakistan (1997), Libano (1997, 1999), Qatar (1999, 2000), Bulgaria ed Egitto (2001). Cfr. M. GIUGIATTI-A. RICHARDS, *The Use of Collective Action Clauses in New York Law Bonds of Sovereign Borrowers*, in *Geo. J. Int'l L.*, 2004, 820 s.

⁸¹ Tra gli altri, Messico, Uruguay, Brasile, Corea, Sudafrica, Belize, Italia, Turchia (2003), Argentina (2005), Ghana e Gabon (2007). Cfr. U.S. DAS-M.G. PAPAIOANNOU-C. TREBESCH, *Sovereign Debt Restructurings*, cit., 44; M. MEGLIANI, *Sovereign Debt: Genesis-Restructuring-Litigation*, cit., 358 ss.

⁸² Sotto tale profilo un caso emblematico è rappresentato dalla Grecia, ove è stata varata la legge n. 4050/2012, del 23 febbraio 2012, intitolata «Norme relative alla modifica di titoli, emessi o garantiti dallo Stato greco con il consenso degli obbligazionisti», che stabilisce le modalità della ristrutturazione delle obbligazioni di tale Stato. Ai sensi dell'articolo 1, paragrafo 4, della legge citata, la modifica dei titoli interessati richiede il raggiungimento di un *quorum* pari alla metà dell'ammontare complessivo delle obbligazioni interessate e il consenso di una maggioranza qualificata che rappresenti almeno i due terzi del capitale (Art. 1 § 4 Nomos (2012: 4050) ΕΦΗΜΕΡΙΣ ΤΗΣ ΚΥΒΕΡΝΗΣΕΩΣ [Norme relative alla modifica di titoli, emessi o garantiti dallo Stato greco con il consenso degli obbligazionisti], ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΔΗΜΟΚΡΑΤΙΑΣ 2012, Α:5). Sulla ristrutturazione del debito greco cfr. J. ZETTELMEYER-C. TREBESCH-M. GULATI, *The Greek debt exchange: an autopsy*, (Peterson Inst. for Int'l Econ., Working Paper No. 13-8, 2013), <https://piie.com/publications/wp/wp13-8.pdf>, 11. Si veda altresì M. MEGLIANI, *Sovereign Debt: Genesis-Restructuring-Litigation*, cit., 371, il quale rileva come, a differenza dell'abituale prassi di includere le CACs in un accordo di natura contrattuale, la Grecia ha emendato *ex imperio* i termini del prestito obbligazionario.

⁸³ Si pensi, ad esempio, alle modifiche introdotte negli ordinamenti tedesco e cileno, su cui cfr. C. BERDEJÓ, *Revisiting the Voting Prohibition in Bond Workouts*, 18 ss.

⁸⁴ Per un recente quadro dello stato di diffusione delle CACs nello scenario del debito sovrano si veda IMF, *Progress Report on Inclusion of Enhanced Contractual Provisions in International Sovereign Bond Contracts*, <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2015/091715.pdf>.

natura della categoria degli obbligazionisti è quello che attribuisce loro, anche su questa materia, la possibilità di deliberare con un voto di maggioranza e vincolante per gli assenti e dissenzienti, purché si tratti di un voto espresso liberamente, informato e assunto in assenza di conflitti di interessi.

Nonostante ciò, si è dato atto della presenza di alcuni ordinamenti giuridici, fra cui quello statunitense, che ricorrono tuttora allo schema della necessaria unanimità per l'approvazione di modifiche contrattuali in sede di rinegoziazione del debito.

Sebbene, infatti, la maggior parte degli ordinamenti si sia adeguata, anche in tempi recenti, all'adozione del criterio maggioritario (e la medesima tendenza sia ravvisabile nel contesto della ristrutturazione del debito sovrano), al contrario l'ordinamento americano tuttora non ne contempla l'applicazione.

Appare dunque opportuno approfondire le ragioni che hanno indotto all'introduzione di una normativa così rigorosa, nonché interrogarsi sulla persistente sussistenza delle motivazioni individuate.

Le ragioni a fondamento della mancata attribuzione alla maggioranza degli obbligazionisti del potere di decidere sulle modificazioni delle condizioni fondamentali del prestito obbligazionario, in termini generali, possono ricondursi a tre elementi, la cui essenza e attualità saranno nel dettaglio esaminate nei successivi sottoparagrafi: la tutela degli investitori individuali; i principi del diritto dei contratti; la negoziabilità dei titoli⁸⁵.

5.1. *La tutela dell'investitore non professionale.*

Una prima spiegazione della sottrazione alla maggioranza del potere di voto sulle modifiche alle caratteristiche fondamentali del prestito obbligazionario si collega a ragioni storiche: nell'ordinamento americano si tratta di una regola risalente a un

⁸⁵ Altre spiegazioni della persistente preferenza per le *unanimity action clauses* sono state avanzate dalla dottrina americana. In primo luogo, le CACs consentono un risparmio nei costi del processo di ristrutturazione, rendendo al contempo uno "*strategic default*" una strada più agevolmente percorribile. Di contro, l'unanimità rappresenta un deterrente per il *default*, che risulta più costoso. In secondo luogo, in presenza di *unanimity action clause* il debitore sarà costretto a formulare una proposta di rinegoziazione che riduce il surplus per l'emittente: data l'asimmetria informativa esistente tra le parti, per assicurarsi di ottenere il consenso della totalità dei creditori (ovvero di una maggioranza qualificata) il debitore dovrà formulare un'offerta che si attesta sui livelli più elevati del range dei possibili valori. Infine, in assenza di un solido sistema di "*good faith duties*" tra creditori, le CACs determinano rischi di collusione tra debitore e maggioranza dei creditori per l'estromissione dei creditori di minoranza; cfr. W.W. BRATTON-G.M. GULATI, *Sovereign Debt Reform and the Best Interest for Creditors*, in *Vanderbilt L. Rev.*, 2004, 54 ss.

periodo in cui era considerata necessaria una elevata protezione degli investitori persone fisiche⁸⁶.

Tale impellenza trae origine dal riscontro, nella prassi, del coinvolgimento di *insiders* e *quasi-insiders* dell'emittente in tentativi di ristrutturazione promossi ai danni degli obbligazionisti di minoranza⁸⁷. Da una parte, gli *insiders*, assumendo il controllo del prestito obbligazionario, miravano alla rovina del medesimo, incuranti della perdita di valore dei titoli. Essi avrebbero, infatti, compensato le perdite subite in veste di obbligazionisti dell'emittente (in termini di mancato rimborso del capitale o mancato pagamento degli interessi) con i guadagni conseguiti quali azionisti della società, traendo vantaggio, al contempo, dall'estrazione del valore sottratto agli obbligazionisti "esterni". Dall'altra parte, le banche di investimento intervenivano spesso nei comitati degli obbligazionisti. Nonostante detenessero poche obbligazioni, queste speravano in futuri vantaggi in caso di esito positivo della ristrutturazione. In particolare, la possibilità di percepire commissioni di sottoscrizione induceva le banche a una minore attenzione nel perseguire gli interessi degli obbligazionisti.

All'epoca, inoltre, gli obbligazionisti erano essenzialmente persone comuni, non già investitori sofisticati, né altrimenti tutelati da efficaci regole di trasparenza e informazione. Da ciò discendeva la preoccupazione che essi potessero ricevere poche notizie sulle effettive condizioni finanziarie della società o, quanto meno, che non avessero le competenze necessarie a interpretare correttamente le informazioni ottenute al fine di esprimere il proprio consenso su un'eventuale proposta di ristrutturazione⁸⁸.

⁸⁶ Per una ricostruzione del fenomeno nello scenario americano cfr. M.J. ROE, *The Voting Prohibition*, cit., 251 s. L'origine e la *ratio* del divieto negli Stati Uniti saranno esaminate più approfonditamente *infra*, cap. III par. 10.1.

⁸⁷ Cfr. *Hackettstown Nat'l Bank v. D.G. Yuenglin Brewing Co.*, 74 F. 110 (2d Cir. 1896) e *Aladdin Hotel Co v. Bloom*, 200 F.2d 627 (8th Cir. 1953), cit.

⁸⁸ La regola di cui alla *Section 316(b)* TIA nasce nel contesto del mercato obbligazionario americano degli anni '30, caratterizzato dalla presenza di investitori persone fisiche. Il report della SEC, da cui la disposizione trae fondamento, evidenzia la scarsa informazione degli obbligazionisti persone fisiche ovvero la loro incapacità di interpretare correttamente le informazioni ricevute (cfr. U.S. SEC. & EXCH. COMM'N, *Report on the Study and Investigation of the Work, Activities, Personnel and Functions of Protective and Reorganization Committees, Part II: Committees and Conflicts of Interest*, Washington, 1937, 1). Si riscontrava che "the average investor does not possess the training, the experience, or the skill" necessarie per affrontare i delicati problemi che un procedimento di riorganizzazione pone (W.O. DOUGLAS, *Protective Committees*, in *Democracy and Finance*, a cura di J. ALLEN, New Haven, 1940, 199). Sul punto cfr., altresì, M.J. ROE, *The Voting Prohibition*, cit., 251 s. Di recente, cfr. A. LEVITIN, *The Examiners: Recalibrate the TIA for Today's Debt Markets*, in *Wall St. J.* (30 settembre 2015, 12:11 PM), <http://blogs.wsj.com/bankruptcy/2015/09/30/the-examiners-recalibrate-the-tia-for-todays-debt-markets/>, il quale sottolinea efficacemente come la norma "was originally drafted for a world of ma-and-pa bondholders and portfolio lending by banks. That world is gone. Debt securities are now almost entirely an institutional market [...]".

I legislatori nazionali, nel timore di possibili comportamenti opportunistici da parte di *insiders* e *quasi-insiders* dell'emittente e alla luce della scarsa consapevolezza degli investitori, decisero dunque di assicurare agli obbligazionisti la massima protezione, garantendo loro che un giudice avrebbe valutato la proposta di ristrutturazione nel corso del fallimento. Coerentemente a tale visione paternalistica, il fallimento non era visto come una costosa procedura da evitare, bensì quale risultato auspicabile: proprio in sede fallimentare, con la supervisione di un giudice terzo, imparziale e competente, gli interessi degli obbligazionisti di minoranza avrebbero potuto essere pienamente tutelati.

Eppure una simile concezione non sembra del tutto coerente. Altro è temere gli abusi di *insiders* e *quasi-insiders* sulle decisioni riguardanti modifiche ai termini essenziali del prestito obbligazionario, cui è possibile porre rimedio attraverso la previsione e l'applicazione di regole e principi in tema di conflitto di interessi e abuso della maggioranza, altro è sostenere che la miglior forma di tutela dell'investitore non professionale e disinformato corrisponda alla sottrazione del potere di decidere alla maggioranza. In altre parole, non si individua una necessaria correlazione tra la tutela del singolo obbligazionista e l'attribuzione a costui di un potere individuale di veto, essendo anzi, il perseguimento di una decisione comune e vincolante rispondente agli interessi degli stessi obbligazionisti.

La previsione di una maggioranza qualificata e una rigorosa applicazione della disciplina in materia di conflitto di interessi e abuso della maggioranza, anzitutto, appaiono strumenti idonei a ridurre considerevolmente la possibilità di comportamenti opportunistici di *insiders* e *quasi-insiders* a danno della minoranza⁸⁹.

La necessità di una percentuale più elevata della maggioranza assoluta degli obbligazionisti per assumere deliberazioni di rilievo disincentiva, infatti, gli *insiders* ad assumere il controllo del prestito obbligazionario per eliminarlo, posto che i costi dell'operazione difficilmente sarebbero recuperati ad esito della ristrutturazione o comunque vi sarebbe una notevole riduzione dei possibili margini di guadagno.

Inoltre, al fine di rimuovere una potenziale fonte di conflitto di interessi, la disciplina italiana in materia di deliberazioni dell'assemblea degli obbligazionisti prevede che l'emittente non possa prendere parte al voto per le obbligazioni eventualmente detenute⁹⁰. La norma, invero, non contiene un espresso riferimento a

⁸⁹ In realtà, con specifico riferimento ai *quasi-insiders*, nel contesto italiano è difficile ipotizzare una situazione simile a quella verificatisi nei primi anni del secolo scorso nello scenario americano, non essendo ravvisabile una figura analoga ai comitati degli obbligazionisti. Per quanto concerne la figura del rappresentante comune degli obbligazionisti, i requisiti previsti per la nomina tendono a prevenire possibili situazioni di conflitto di interessi. In via residuale, peraltro, si potrebbe porre rimedio a eventuali comportamenti opportunistici mediante gli strumenti contemplati dal diritto civile, quali l'art. 1394 c.c. in tema di conflitto di interessi tra rappresentante e rappresentato.

⁹⁰ Art. 2415, comma 4 c.c.

ulteriori possibili tipologie di conflitto di interessi, quale quella afferente l'azionista che possieda la maggioranza delle obbligazioni. Nonostante ciò, dottrina e giurisprudenza tendono a individuare un principio generale in tema di conflitto di interessi nell'ambito delle deliberazioni assembleari che può essere desunto in via sistematica dall'ordinamento societario⁹¹ e che può trovare applicazione, altresì, con riferimento all'assemblea degli obbligazionisti⁹². Ne discende che, nelle ipotesi in cui la deliberazione possa recare un danno, anche solo potenziale, agli obbligazionisti, sarà possibile impugnarla a condizione che, senza il voto dell'obbligazionista in conflitto di interessi, la maggioranza necessaria all'approvazione della delibera non sarebbe stata raggiunta⁹³.

Laddove tali strumenti non fossero sufficienti a prevenire comportamenti illegittimi degli *insiders* nei confronti della minoranza degli obbligazionisti, il richiamo alla figura dell'abuso della maggioranza nell'assunzione delle delibere assembleari e alla clausola generale di buona fede potrebbe valere, infine, quale correttivo *ex post*⁹⁴. Può, infatti, ravvisarsi l'esistenza di rapporti giuridici obbligatori

⁹¹ Ex artt. 2373, 2475-ter, comma 2 e 2479-ter, comma 2, c.c.

⁹² Cfr. G. FRÈ, *Art. 2415 c.c.*, in *Società per azioni, Artt. 2325–2461 c.c.*, *Commentario del codice civile*⁵ a cura di A. Scialoja e G. Branca, Bologna-Roma, 1982, 614; G.F. CAMPOBASSO, *Obbligazioni di società*, in *Digesto, Disc. priv., Sez. comm.*, X, Torino, 1994, 294, il quale però puntualizza come non possa automaticamente affermarsi che essere un azionista di controllo e, allo stesso tempo, un obbligazionista integri una situazione di conflitto di interessi.

⁹³ La dottrina rileva che è molto difficile provare il danno potenziale. In un caso recente, l'attore, che possedeva il 49% delle obbligazioni emesse da una società, ha impugnato la deliberazione della assemblea degli obbligazionisti approvata con il voto dell'obbligazionista titolare del 51% delle obbligazioni, il quale, al contempo, deteneva indirettamente il controllo dell'emittente. In particolare, la deliberazione approvava una proposta di concordato preventivo, mentre, secondo la prospettazione attorea, una dichiarazione di fallimento sarebbe stata maggiormente conveniente. Il Tribunale ha rigettato l'impugnazione, sul presupposto che l'attore sarebbe stato tenuto a provare non solo il conflitto di interessi dell'obbligazionista di maggioranza e che il suo voto era stato determinante per l'approvazione della delibera, ma anche il danno subito dai creditori. In altri termini, avrebbe dovuto essere data dimostrazione del fatto che il voto di maggioranza era inequivocabilmente volto a ledere i diritti degli obbligazionisti di minoranza, perché diretto al conseguimento di interessi estranei alla tutela del credito degli obbligazionisti verso la società emittente, nonché a porre l'obbligazionista di maggioranza in una posizione di vantaggio rispetto alla minoranza; cfr. Trib. Milano, Sez. spec. in materia di impresa B, 12 febbraio 2014 (ord.), in *Giur. comm.*, 2015, 828, con nota di G. DOMENICHINI, *Il conflitto di interessi nella delibera degli obbligazionisti sulla proposta di concordato*.

⁹⁴ L'abuso della maggioranza nel diritto italiano è una figura di creazione giurisprudenziale volta a reprimere le fattispecie in cui, pur non ravvisandosi un conflitto di interessi ex art. 2373 c.c. (non essendo il socio portatore di un interesse in conflitto con quello della società), in sede assembleare si manifesta un conflitto esclusivamente tra soci, che non pregiudica la società. In tali ipotesi l'applicazione dei principi di buona fede e correttezza di cui agli artt. 1175 e 1375 c.c. comporta l'illegittimità di una delibera assembleare che, pur formalmente regolare, risulti preordinata ad avvantaggiare alcuni soci in danno di altri; cfr. Cass., 26 ottobre 1995, n. 11151, in *Giur. Comm.*, 1996, II, 329, *leading case* in materia.

di natura non contrattuale tra obbligazionisti, che vincolano le parti al dovere di lealtà e rispetto della sfera altrui desumibile dall'art. 1175 c.c. Anche qualora si dubitasse di tale ricostruzione, è comunque innegabile la sussistenza di una comunione di interessi che caratterizza gli obbligazionisti appartenenti alla medesima emissione e che giustifica l'esistenza di un'organizzazione di gruppo, all'interno della quale i rapporti tra i singoli impongono comportamenti coerenti con l'interesse comune.

Superata la questione dell'illegittima ingerenza di *insiders* e *quasi-insiders* nelle rinegoziazioni private, resta ancora da chiedersi se effettivamente il veto individuale rappresenti una regola di tutela per gli investitori non professionali⁹⁵.

Ebbene, anche da questo punto di vista la risposta appare essere negativa, specie in caso di obbligazionisti diffusi. Come si è visto, possono essere molteplici le ragioni che inducono un'obbligazionista a non prestare il proprio consenso espresso alla ristrutturazione, molte delle quali prescindono da una valutazione circa l'effettiva convenienza dell'operazione (ad esempio, irreperibilità degli obbligazionisti)⁹⁶. Ciò implica che anche rinegoziazioni del prestito obbligazionario indubbiamente rispondenti all'interesse comune sono, con elevatissima probabilità, destinate a fallire, a causa della mancata partecipazione di soggetti inattivi.

Tali considerazioni sono tanto più fondate quanto più alto è il grado di dispersione della massa degli obbligazionisti. Ne deriva che la preclusione del voto a maggioranza sulla proposta di modifica delle condizioni strutturali del prestito obbligazionario avrà, verosimilmente, un effetto paralizzante in caso di prestito quotato; effetto che, lungi dal rappresentare una più efficace tutela dell'investitore non professionale, si concreta in un'evidente lesione del suo interesse.

Il tema dell'impossibilità di una rinegoziazione privata non era probabilmente sfuggito al legislatore storico, quanto meno americano, il cui intento era proprio quello di ostacolare, se non impedire, ristrutturazioni che non si svolgessero in sede fallimentare, sotto il controllo del giudice.

Se il problema rimane quello di garantire un'adeguata forma di controllo, gli interessi della categoria degli obbligazionisti possono essere opportunamente protetti ponendo tale ruolo in capo a un rappresentante comune degli obbligazionisti dotato

Per un richiamo alla clausola di buona fede nell'ambito dei rapporti tra obbligazionisti di maggioranza e di minoranza, cfr. nel diritto americano il caso *Hackettstown Nat'l Bank v. D.G. Yuenglin Brewing Co.*, 74 F. 110 (2d Cir. 1896), cit. e, nel diritto inglese, il caso *Assenagon Asset Mgmt. S.A. v. Irish Bank Resolution Corp. Ltd.*, [2012] EWHC (Ch) 2090. Rileva, infatti, come l'applicazione di "*implied duties of good faith and fair dealing*" fosse una plausibile alternativa alle *unanimity action clauses* per il legislatore federale M. MEGLIANI, *Debitori sovrani e obbligazionisti esteri*, cit., 73, testo e nota 49; ID., *Sovereign Debt: Genesis-Restructuring-Litigation*, cit., 356, testo e nota 39.

⁹⁵ Rinviando comunque al successivo paragrafo la specifica trattazione della presenza di investitori non professionali nel mercato dei *corporate bonds* italiano.

⁹⁶ Cfr. *supra* par. 2.1.2.

della necessaria professionalità e indipendenza, il quale potrebbe anche veicolare, a beneficio della massa, quelle informazioni che obbligazionisti inesperti non hanno le competenze per interpretare correttamente.

La disciplina vigente nel settore delle procedure concorsuali, ove la tutela dei creditori della società, compresi gli obbligazionisti, passa attraverso l'assunzione di decisioni a maggioranza, costituisce un ulteriore argomento che dimostra il venir meno delle esigenze di tutela dell'investitore non professionale individuate dal legislatore storico e milita a favore del superamento del modello della necessaria unanimità. In particolare, quella stessa proposta sottoposta agli obbligazionisti e non approvata in mancanza di unanimità, può essere riproposta in sede concorsuale, ove sarà sufficiente un voto di maggioranza per l'approvazione, scontando, però, al contempo gli inevitabili costi connessi a una procedura formale⁹⁷.

Da ultimo, l'approccio limitativo, oltre a precludere in astratto l'implementazione di rinegoziazioni favorevoli a tutte le parti coinvolte, ha avuto importanti riflessi anche nella prassi, ove si è assistito al fiorire di tecniche aggressive e di dubbia legittimità volte a eludere l'impossibilità di ricorrere al voto a maggioranza. Tali meccanismi alternativi, che il legislatore storico non aveva evidentemente previsto, rappresentano una concreta minaccia o quanto meno un ulteriore ostacolo soprattutto nei confronti di quegli stessi investitori più deboli, che la regola si proponeva di tutelare⁹⁸.

In conclusione, con riferimento ai profili esaminati, non sembra che l'approccio restrittivo fosse giustificato dalle esigenze individuate dal legislatore al momento dell'introduzione della regola. Anche qualora tali esigenze fossero state sussistenti, tuttavia, queste non appaiono più attuali, determinando l'obsolescenza del modello della necessaria unanimità.

⁹⁷ Si pensi, nell'ordinamento italiano, alla procedura di concordato preventivo (sebbene si svolga sotto la supervisione degli organi della procedura). Per quanto concerne l'ordinamento americano, l'incongruenza del sistema è ancora più vistosa ove si consideri la procedura prevista dal combinato disposto delle seguenti disposizioni: 11 U.S.C. §§ 1126(c), 1129(a)(8)(A), 1129(b)(1) (2012). Il Bankruptcy Code, riformato nel 1978, infatti, nega al giudice un potere di intervento laddove il piano presentato nel corso di una procedura di *reorganization* ai sensi del *Chapter 11* sia stato preventivamente approvato da una maggioranza di due terzi dei creditori. Emblematico è il caso dell'americana MGF, la quale aveva anticipato che, al mancato raggiungimento del consenso della totalità degli obbligazionisti nel corso della rinegoziazione privata, avrebbe fatto seguito la riproposizione del medesimo piano di ristrutturazione in sede fallimentare, ove sarebbe stata sufficiente una maggioranza di due terzi per l'approvazione. Per una dettagliata analisi del caso cfr. M.J. ROE, *The Voting Prohibition*, cit., 241 ss.

⁹⁸ Sulle incongruenze e distorsioni derivate dal modello vigente nello scenario americano si veda, *infra*, par. 10.3.

5.1.1. (*segue*): Il mercato italiano delle obbligazioni.

Come si è avuto occasione di evidenziare, la posizione sfavorevole al voto a maggioranza sulle modifiche delle condizioni essenziali del prestito obbligazionario trae origine, tra l'altro, da una concezione paternalistica del legislatore della prima metà dello scorso secolo. In tale contesto si riteneva, infatti, che a un modello predominante di investitore non professionale e disinformato dovesse corrispondere una normativa improntata alla massima tutela nei confronti di eventuali abusi dei soggetti *insiders*, che si è tradotta sostanzialmente nel riconoscimento del potere di veto di ciascun obbligazionista sulle proposte di rinegoziazione del debito avanzate dalla società.

La dottrina americana ha avuto modo di dimostrare come il presupposto della scelta legislativa fosse stato superato dalla progressiva affermazione degli investitori istituzionali quali principali attori sulla scena del mercato obbligazionario degli Stati Uniti⁹⁹ e osservazioni analoghe si ritrovano attualmente nella dottrina francese¹⁰⁰.

Occorre, pertanto, valutare se a conclusioni simili si possa pervenire con riferimento al mercato obbligazionario italiano, ossia se e in che misura le dimensioni del mercato e la presenza di detentori non istituzionali, al giorno d'oggi, siano ancora tali da giustificare, eventualmente, una disciplina di tutela di estremo rigore.

Nell'area Euro, dove i mercati sono tipicamente di ridotte dimensioni e l'approvvigionamento di risorse finanziarie è ancora fortemente legato al prestito bancario, le emissioni obbligazionarie rappresentano solo il 10% delle passività finanziarie dell'impresa, laddove nel Regno Unito la percentuale ammonta al 30% e negli Stati Uniti al 40%. Nonostante tale tendenza, in Italia il ricorso al prestito obbligazionario ha subito un incremento negli anni della crisi economica, dovuto alla riduzione dei finanziamenti bancari e all'introduzione di misure legislative volte ad agevolare l'emissione di obbligazioni da parte di società non quotate¹⁰¹.

⁹⁹ Cfr. M.J. ROE, *The Voting Prohibition*, cit., 259 ss., ove sono riportati dati relativi alla massiccia presenza (oltre 90%) di investitori istituzionali nella composizione del mercato obbligazionario americano negli anni '80.

¹⁰⁰ In tal senso si esprimono M. COZIAN-A. VIANDIER-F. DEBOISSY, *Droit des sociétés*²⁶, cit., n. 1012, 513, i quali osservano che l'organizzazione degli obbligazionisti francese (*la masse*) “[p]résente un caractère désuet dans la mesure où le portrait de l’obligataire a changé depuis l’institution de la masse en 1935; le plus souvent c’est un « investisseur institutionnel » (SICAV, fonds commun de placement, compagnie d’assurances...) suffisamment armé pour défendre directement et individuellement ses droits, sans avoir besoin de se coaliser avec les autres porteurs”.

¹⁰¹ Cfr. M. ACCORNERO-P. FINALDI RUSSO-G. GUAZZAROTTI-V. NIGRO, *First-time corporate bond issuers in Italy, Bank of Italy, Questioni di economia e finanza (Occasional Papers)*, N. 269, Aprile 2015, 5. Il numero di società non finanziarie che hanno avuto accesso al mercato tra il 2002 e il 2013 è stato, in media, pari a 160 all'anno e l'importo annuale delle emissioni lorde è stato in media di 25 miliardi di Euro (*ivi*, 9). Sulle caratteristiche del mercato obbligazionario italiano si veda anche BANCA D'ITALIA, *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, N. 1, Aprile 2016, 27 s. e, con particolare

In realtà, a una più attenta analisi dei volumi di emissione emerge la compresenza di *trend* diversi, legati alle dimensioni dell'emittente. In particolare, nel corso della crisi le imprese di maggiori dimensioni hanno aumentato le emissioni obbligazionarie, compensando così parzialmente la contrazione del credito bancario; la maggior parte delle emissioni, inoltre, è stata collocata sul mercato internazionale. Di contro, le piccole e medie imprese hanno ridotto significativamente sia il volume sia il numero delle emissioni. In più, a differenza delle società più grandi, le imprese di minori dimensioni si rivolgono soprattutto al mercato nazionale, che è molto meno liquido del mercato internazionale.

La difficoltà per le piccole e medie imprese di approvvigionarsi sul mercato obbligazionario si deve a diversi fattori, tra cui i costi connessi all'elevato livello di trasparenza richiesto dal mercato, nonché la scarsa appetibilità per gli investitori istituzionali delle obbligazioni in questione, stanti la ridotta liquidità e l'alto rischio di credito¹⁰². Al fine di promuovere l'accesso delle piccole e medie imprese al mercato obbligazionario, il legislatore italiano è intervenuto nel 2012 con l'introduzione di un regime agevolato per i titoli di debito emessi da società non quotate diverse dalle micro-imprese e dalle banche, noti come *minibond*¹⁰³, il cui mercato registra oggi una crescita progressiva¹⁰⁴.

riferimento ai *private placement*, N. BRANZOLI-G. GUAZZAROTTI, *Il mercato dei private placement per il finanziamento delle imprese, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza (Occasional Papers)*, N. 262, Marzo 2015, 14 s. Sul mercato italiano delle obbligazioni convertibili, cfr. E. BAJO, *Le obbligazioni convertibili*, Roma, 2003, 16 ss.

¹⁰² Cfr. N. BRANZOLI-G. GUAZZAROTTI, *Il mercato dei private placement per il finanziamento delle imprese*, cit., 9.

¹⁰³ Le disposizioni che hanno inizialmente inciso sulla disciplina sono l'art. 32, D.L. 22 giugno 2012, n. 83 ("Sviluppo"), come modificato dalla legge di conversione del 7 agosto 2012, n. 134, e l'art. 36, D.L. 18 ottobre 2012, n. 179 ("Sviluppo bis"), come modificato dalla legge di conversione del 17 dicembre 2012, n. 221. Ulteriori innovazioni legislative in materia di *minibond* sono state introdotte dall'art. 12, D.L. 23 dicembre 2013 n.145 ("Destinazione Italia"), come modificato dalla legge di conversione del 21 febbraio 2014, n. 9 e dagli artt. 21 e 22, D.L. 24 giugno 2014, n. 91 ("Competitività"), come modificato dalla legge di conversione dell'11 agosto 2014, n. 116. Le disposizioni in esame hanno introdotto significative modifiche al regime civilistico e fiscale dei titoli di debito (cambiali finanziarie o obbligazioni) emessi da società non quotate diverse da banche e micro-imprese. Tra le principali novità si segnalano l'eliminazione dei limiti massimi quantitativi previsti dall'art. 2412 c.c. per le obbligazioni e l'estensione alle società non quotate della deducibilità dei costi di emissione, nonché degli interessi passivi per titoli quotati su sistemi multilaterali di negoziazione o sottoscritti da investitori qualificati che non detengano più del 2% del capitale o del patrimonio dell'emittente.

¹⁰⁴ Dalla prima emissione, avvenuta nel novembre 2012, al dicembre 2015 si registrano 179 collocamenti, per un valore nominale totale pari a €7,191 miliardi (cfr. OSSERVATORIO MINI-BOND, *Il Report italiano sui Mini-Bond*, Febbraio 2016, <http://www.osservatoriominibond.it/portal/minibond/documenti>, che prende in esame titoli di debito (obbligazioni e cambiali finanziarie con scadenza fino a 36 mesi) emessi da società quotate o non quotate in Borsa, in virtù delle innovazioni normative introdotte dal Decreto Sviluppo in avanti).

Esaminando il mercato obbligazionario italiano dall'opposta prospettiva dei detentori di obbligazioni, si riscontrano tendenze differenti a seconda della natura, bancaria o meno, dell'emittente.

Per quanto concerne le obbligazioni bancarie, infatti, queste sono detenute in larga parte dalle famiglie italiane, oltre a rappresentare la componente largamente prevalente delle obbligazioni italiane in cui la ricchezza delle famiglie italiane è investita.

Al contrario, l'analisi delle consistenze di obbligazioni *corporate*¹⁰⁵ suddivise per gruppi di investitori rivela che i principali detentori sono rappresentati da banche e soggetti non residenti, mentre la percentuale di obbligazioni detenute da famiglie, imprese e altri settori è marginale. Nel 2015, le consistenze complessive di obbligazioni *corporate* ammontano a € 317.718,49 milioni in valore nominale. Un'ampia parte di obbligazioni è detenuta da banche e soggetti non residenti (circa il 36,35 e 56,48% rispettivamente). Il 5,70% delle consistenze di obbligazioni è posseduta dagli istituti di assicurazione. Una percentuale nettamente inferiore si trova nel portafoglio degli istituti di previdenza (circa lo 0,14%) o è detenuta da fondi comuni¹⁰⁶ (circa lo 0,94%). Le obbligazioni *corporate* nel portafoglio della Banca d'Italia, al netto delle operazioni di pronto contro termine, rappresentano circa lo 0,02% dell'importo totale. Solo il rimanente 0,33%, corrispondente a un valore nominale di € 1.076,68 milioni, è detenuto da famiglie imprese e altri settori¹⁰⁷.

La conclusione cui è dato giungere alla luce dei dati riportati, è che il mercato italiano dei *corporate bond* si caratterizza oggi per la scarsissima presenza di investitori persone fisiche¹⁰⁸. Tale osservazione induce pertanto a ritenere che, anche sotto il profilo in esame, un sistema che precluda la possibilità di un voto vincolante della maggioranza degli obbligazionisti sulle modificazioni delle condizioni

¹⁰⁵ Intese quali obbligazioni emesse da imprese e altri intermediari finanziari.

¹⁰⁶ OICVM aperti armonizzati di diritto italiano.

¹⁰⁷ Fonte: rielaborazione dati Banca d'Italia, reperibili in BANCA D'ITALIA, *Supplementi al Bollettino Statistico, Indicatori monetari e finanziari, Mercato finanziario*, N. 31, Giugno 2016, Tavola 2 (TDEE0060), 8; BANCA D'ITALIA, *Base dati statistica*. Inoltre, una ricerca mostra che tra i componenti della ricchezza finanziaria delle famiglie italiane vi sono azioni, partecipazioni e quote di fondi di investimento, seguite da monete e depositi e infine obbligazioni (37, 24 e 18% rispettivamente nel 2005); cfr. G. ALBARETO-R. BRONZINI-D. CAPRARA-A. CARMIGNANI-A. VENTURINI, *The real and financial wealth of Italian households by region*, in *Household wealth in Italy*, Papers presented at the conference held in Perugia, 16-17 October 2007, 2008, 63.

¹⁰⁸ Pur dovendosi tralasciare, in questa sede, una compiuta disamina del correlato tema dell'evoluzione della disciplina della *disclosure* nei mercati, ci si può limitare a osservare come, dal secolo scorso a oggi, si sia verificato un esponenziale incremento delle informazioni (nonché dei canali di informazione) a disposizione degli investitori. Anche la tradizionale concezione dell'investitore disinformato e bisognoso di tutela, pertanto, non risulta più essere al passo coi tempi. Sull'informazione agli investitori si veda, *ex multis*, A. PERRONE, *Informazione al mercato e tutele dell'investitore*, Milano, 2003.

fondamentali del prestito obbligazionario non appare allo stato sorretto da effettive esigenze di tutela.

5.2. *I principi del diritto dei contratti.*

Una seconda spiegazione a fondamento del modello della necessaria unanimità, specialmente negli ordinamenti di *civil law*, si radica nella natura contrattuale del prestito obbligazionario e nel principio in base al quale ogni modifica delle relative condizioni deve necessariamente coinvolgere tutte le parti vincolate dall'accordo¹⁰⁹.

Tale concezione discende dalla visione del diritto dei contratti quale territorio di massima espressione dell'autonomia privata, ove la preminenza della soggettività dell'individuo assume fondamentale importanza: così come ciascuna parte presta il proprio consenso alla stipulazione del contratto con una libera manifestazione di volontà, allo stesso modo è necessario che la medesima parte presti il proprio consenso ai fini della modifica del contratto.

Di conseguenza, la soluzione di rimettere al voto degli obbligazionisti la decisione circa la modifica delle condizioni del prestito obbligazionario, pure riconosciuta da moltissimi ordinamenti, è da considerarsi eccezionale rispetto ai principi del diritto dei contratti che imporrebbero la collezione del consenso di ogni singolo obbligazionista¹¹⁰. In tale ipotesi, l'agevolazione opera a vantaggio dell'emittente che, altrimenti, troverebbe estremamente complicato raccogliere il

¹⁰⁹ Nel nostro ordinamento “l'art. 1372 parrebbe suggerire l'idea da un lato che il rapporto contrattuale o sia destinato a conservare la sua « forza di legge » secondo la configurazione inizialmente assunta nella stipulazione concordata dalle parti, o sia destinato a « sciogliersi »; e dall'altro lato che al carattere « bilaterale » dell'accordo costitutivo debba far riscontro una corrispondente « bilateralità » di eventuali interventi delle parti sulla sua iniziale configurazione”; cfr. P. SCHLESINGER, *Poteri unilaterali di modificazione (“ius variandi”) del rapporto contrattuale*, in *Giur. comm.*, 1992, 18 s., il quale però riconosce immediatamente come tali caratteristiche siano inaccettabili, potendo l'autonomia negoziale esplicarsi modificando regolamenti contrattuali preesistenti.

Per l'affermazione secondo cui, anche nel diritto americano, “contract modification, like formation, needs mutual assent” si veda C. D. ROHWER-A. M. SKROCKI, *Contracts in a Nutshell*⁷, St. Paul, 2010, § 7.2, 326. Per approfondimenti sulle modifiche del contratto in tale ordinamento cfr. G. REILLY-BATES-D. R. SAEEDI, *Modification of Contracts*, in AA. VV., *Contract Law, Analyzing and Drafting*, Chicago, 2015, 373 ss.

¹¹⁰ La giurisprudenza rileva, così, come le modificazioni del prestito obbligazionario “non seguano la regola consensualistica dettata dall'art. 1321 c.c. in tema di accordi modificativi di rapporti obbligatori preesistenti, ma si perfezionano secondo un meccanismo di incontro di manifestazioni di volontà collettiva adottate dai due gruppi contrapposti (azionisti ed obbligazionisti)”; cfr. Trib. Monza, 13 giugno 1997, cit. In dottrina si veda N. CIOCCA, *Gli strumenti finanziari obbligazionari*, Milano, 2012, 100. Cfr., inoltre, gli Autori citati al par. 1, nota 3.

consenso di ciascun obbligazionista in caso di una modifica delle condizioni del prestito necessaria per adattare alla sua mutata situazione economica¹¹¹.

Con maggior rigore, pertanto, i legislatori nazionali hanno disciplinato le modifiche sostanziali delle condizioni del prestito obbligazionario, talora imponendo maggioranze rafforzate per l'approvazione della relativa proposta, talaltra escludendo completamente la possibilità di approvazione a maggioranza.

Una giustificazione del divieto di voto degli obbligazionisti sulle modifiche delle condizioni fondamentali del prestito obbligazionario fondata su tali rilievi, tuttavia, non convince.

Anzitutto le peculiarità che rendono gli obbligazionisti un gruppo, di norma dotato di una propria organizzazione legale, non devono essere sottovalutate. Tale caratteristica, infatti, giustifica la previsione di disposizioni alla luce delle quali gli obbligazionisti non possono essere meramente considerati quali titolari di crediti individuali, ma come compartecipi di un unico credito¹¹².

Al contempo, non si può prescindere dal sottolineare che i prestiti obbligazionari sono parte essenziale dell'organizzazione finanziaria della società; la relativa disciplina, pertanto, si colloca a metà strada tra diritto societario e diritto comune¹¹³.

Nell'ambito del diritto delle società di capitali, così come nel settore del diritto fallimentare e delle procedure concorsuali, il principio di maggioranza trova diffusissima applicazione, dal momento che consente alla società di operare con rapidità ed efficienza. Con il contratto di società ciascuna parte accetta di rinunciare a una frazione del proprio potere di autodeterminazione all'interno dell'organizzazione corporativa, alla luce dei benefici che le derivano dal prendere parte a un'impresa in forma societaria¹¹⁴.

Per questa via si giunge al nodo della questione: i singoli obbligazionisti devono essere considerati come una molteplicità di parti, titolari ciascuna di un

¹¹¹ Cfr. L. AUTUORI, *Artt. 2415–2420 c.c.*, cit., 206.

¹¹² In particolare, una concezione che postula l'autonomia dei singoli crediti si scontra con i seguenti indici: (i) lo scopo pratico perseguito dall'unitaria operazione di finanziamento; (ii) la genesi comune, riconducibile alla delibera di emissione; (iii) il momento estintivo, che si realizza in attuazione di un piano finanziario riferibile all'intero prestito, (iv) la soggezione dei singoli crediti alle variazioni deliberate dall'assemblea degli obbligazionisti; cfr. D. PETTITI, *I titoli obbligazionari delle società per azioni*, cit., 19.

¹¹³ Tratto caratterizzante della disciplina delle obbligazioni decisamente riconducibile al diritto societario è la presenza di un'assemblea di categoria che opera, in linea di principio, secondo le stesse regole di funzionamento proprie dell'assemblea dei soci.

¹¹⁴ Il medesimo principio, talvolta temperato dal requisito del necessario raggiungimento di una maggioranza qualificata, trova sovente applicazione anche con riferimento al voto degli obbligazionisti su modifiche di minor rilievo del contratto di prestito obbligazionario.

distinto contratto con l'emittente, ovvero come un'unica parte portatrice di una volontà comune, la cui formazione è mediata dal principio di maggioranza¹¹⁵?

La seconda alternativa sembrerebbe apparire maggiormente logica e conforme agli indici sistematici sopra richiamati, nonché alla natura della categoria degli obbligazionisti. L'accoglimento di una simile interpretazione eliderebbe in radice qualsiasi ipotesi di contrasto con i principi del diritto dei contratti: qualora la maggioranza (eventualmente qualificata) degli obbligazionisti manifestasse il proprio consenso alla modifica contrattuale, questo dovrebbe reputarsi espressione della volontà comune e, in quanto tale, destinato a valere per tutti gli obbligazionisti appartenenti alla massa.

Eppure, anche qualora si volesse aderire alla prima ipotesi e considerare i singoli obbligazionisti quali parti individualmente distinte, si dovrebbe tener presente che nessuna lesione dell'autonomia privata sembrerebbe potersi configurare laddove fosse lo stesso contratto originariamente stipulato a rimettere la decisione circa l'eventuale modifica delle condizioni contrattuali al voto favorevole della maggioranza della categoria; rappresentando, anzi, tale soluzione un ulteriore ampliamento dell'autonomia privata.

A ben vedere, infatti, la frizione con il diritto dei contratti si porrebbe solo nel caso in cui, in assenza di una specifica previsione autorizzativa (contrattuale o di legge), all'obbligazionista fosse imposta una parziale compromissione del diritto individuale di determinarsi circa la rinegoziazione del prestito, con l'affidamento alla maggioranza della categoria degli obbligazionisti la relativa decisione. Ma, laddove fosse lo stesso contratto a riconoscere la devoluzione alla maggioranza della scelta, nessun principio sarebbe violato¹¹⁶. È infatti al momento della stipulazione del contratto che, in virtù della propria autonomia contrattuale, ciascun obbligazionista sceglie di abdicare al proprio diritto di decidere individualmente, accettando di assoggettare la propria volontà a quella comune¹¹⁷.

¹¹⁵ In termini generali, se l'obbligazionista debba considerarsi titolare di un credito individuale ovvero contitolare di un unico credito o membro di un'organizzazione plurisoggettiva essa stessa titolare del credito complessivo è questione antica, su cui cfr. D. PETTITI, *I titoli obbligazionari delle società per azioni*, cit., 11, 18 ss. L'Autore conclude optando per una soluzione intermedia, secondo cui i singoli rapporti obbligazionari non sono né crediti individuali, né un unico credito con più contitolari, bensì una figura a sé stante di rapporti collegati (*ivi*, 54 s.). Per la posizione che esclude l'unicità del credito, cfr. G. FRÈ, *Art. 2410-2420 c.c.*, in *Società per azioni*, cit., 586 s.; G. COTTINO, *Diritto societario*², a cura di O. Cagnasso, con la collaborazione di A. Bertolotti, Padova, 2011, 484.

¹¹⁶ “In qualsiasi figura di contratto, le parti possono convenire *ab initio* che ad una di esse vengano attribuite determinate facoltà di modificare il contenuto dell'accordo”, essendo questo tipo di accordi “pienamente conforme alla nozione di «autonomia contrattuale» che sta alla base del nostro sistema” (cfr. P. SCHLESINGER, *Poteri unilaterali di modificazione (“ius variandi”) del rapporto contrattuale*, cit., 21).

¹¹⁷ E' ovvio che una simile strada sarebbe percorribile solo all'interno di un sistema giuridico che, pur non autorizzando gli obbligazionisti a votare su modifiche radicali del prestito, tuttavia non

D'altro canto, deviazioni dal principio che imporrebbe il consenso espresso di tutte le parti dell'accordo per le modifiche contrattuali non sono estranee al nostro ordinamento, ove sono ravvisabili perfino in forme più estreme¹¹⁸. Il principio di maggioranza predomina, come si è visto, nel diritto delle società di capitali, ove le modifiche al contratto sociale rientrano, di norma, nell'ambito della competenza assembleare¹¹⁹. Soluzioni alternative sono individuabili pure in altri settori, specialmente laddove si pongano esigenze analoghe di variazione delle condizioni contrattuali nei confronti di una molteplicità di controparti individuali¹²⁰.

Anche sotto questo profilo, pertanto, eventuali timori dei legislatori nazionali che potrebbero aver indotto a respingere il voto della maggioranza degli obbligazionisti sulla modifica delle condizioni fondamentali del prestito obbligazionario possono ritenersi superabili.

5.3. *La negoziabilità dei titoli.*

Vi è, infine, una terza motivazione a fondamento dell'esclusione, in taluni ordinamenti, del criterio del voto a maggioranza sulle modifiche delle condizioni sostanziali del prestito obbligazionario, rinvenibile nella questione relativa alla negoziabilità dei titoli.

Secondo la ricostruzione avanzata nella letteratura americana, occorre muovere dall'osservazione per cui, anche in epoca anteriore all'introduzione della vigente normativa, era possibile riscontrare uno scarso utilizzo delle *majority action clauses* nelle emissioni obbligazionarie statunitensi. Tale circostanza, in realtà, non era dovuta all'esistenza di dubbi circa la validità delle medesime clausole, bensì al timore che simili previsioni, autorizzando modifiche ai termini di pagamento successive

escludesse tale possibilità attraverso un divieto espresso e inderogabile, come avviene nell'ordinamento francese per il caso di aumento degli oneri degli obbligazionisti e conversione del debito in *equity*.

¹¹⁸ D'altronde, “[i]l principio di vincolatività del contratto, il quale costituisce il cardine di tutta la sua disciplina giuridica, esclude infatti che ciascuna parte autonomamente attribuirsi il diritto di modificare (così come di sciogliere) il contratto, ma non vieta affatto che tale diritto possa esserle attribuito dall'accordo con l'altra parte”; cfr. P. SIRENA, *Il ius variandi della banca dopo il c.d. decreto-legge sulla competitività (n. 223 del 2006)*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2007, 264 s.).

¹¹⁹ In particolare, sono di competenza dell'assemblea straordinaria nelle società per azioni (art. 2365, comma 1 c.c.). Per le società a responsabilità limitata, si veda l'art. 2479-bis c.c.

¹²⁰ Si pensi alla disciplina della proposta unilaterale di modifica delle condizioni contrattuali rivolta dalla banca ai clienti ai sensi dell'art. 118 D. Lgs. 1 settembre 1993, n. 385 (“TUB”), che pure garantisce al cliente che non intenda acconsentirvi il diritto di recesso, secondo uno schema assimilato dalla dottrina a quello esistente per i contratti associativi (art. 2437 c.c.) e per i contratti di scambio (art. 1660 c.c.); cfr. G. DE NOVA, *Il contratto ha forza di legge*, Milano, 1993, 24, il quale tuttavia assume una posizione più cauta sul tema, ritenendo che le ipotesi legislative che riconoscono un potere di modifica unilaterale delimitano un ambito sottratto al principio di cui all'art. 1372 c.c.

all'emissione, potessero risultare incompatibili con il carattere di negoziabilità dei titoli¹²¹.

Ai sensi della *Negotiable Instrument Law*, infatti, uno strumento negoziabile avrebbe dovuto contenere “*an unconditional promise or order to pay a sum certain in money... [and] be payable on demand, or at a fixed or determinable future time*”¹²². Alla luce di tale disposizione, la Borsa di New York si era dimostrata restia ad ammettere alla quotazione obbligazioni in relazione alle quali fossero previste clausole che contemplassero modifiche concernenti il rimborso del capitale ovvero il pagamento degli interessi. Inoltre, il carattere di negoziabilità dei titoli in ciascuno dei quarantotto stati era controverso. La combinazione di tali fattori indusse le grandi società emittenti e i sottoscrittori a evitare di fare uso di simili clausole, generando una tendenza diffusasi, poi, anche tra gli emittenti di minori dimensioni¹²³.

Le criticità relative alla negoziabilità, all'epoca, si riflettevano sulla scarsa appetibilità dei titoli e sull'impossibilità di garantire l'immediatezza della vendita. In effetti, le obbligazioni nominative, non trasferibili con la mera consegna, erano tipicamente vendute a un prezzo inferiore rispetto alle obbligazioni al portatore appartenenti alla stessa emissione¹²⁴.

Legato al tema della negoziabilità dei titoli in presenza di *majority clauses* era, inoltre, un ulteriore problema: non era chiaro entro quali limiti l'obbligazionista che avesse acquistato i titoli successivamente e senza essere stato reso edotto della modifica dei termini del prestito obbligazionario potesse ritenersi vincolato alla modifica stessa¹²⁵.

¹²¹ Cfr. D.F. BILLYOU, *Corporate Mortgage Bonds and Majority Clauses*, in *Yale L. J.*, 1948, 596 s.; R.T. SWAINE, *Reorganization of Corporations: Certain Developments of The Last Decade*, in *Col. L. Rev.*, 1927, 927, testo e nota 93.

¹²² UNIF. NEGOTIABLE INSTRUMENTS ACT § 1(2)-(3) (1896), consultabile in A.H. PUTNEY, *Bills and Notes. Guaranty and Suretyship. Insurance. Bankruptcy*, Minneapolis, 1908, 79.

¹²³ Cfr. L.C. BUCHHEIT-G.M. GULATI, *Sovereign Bonds and the Collective Will*, cit., 1326; D.F. BILLYOU, *Corporate Mortgage Bonds and Majority Clauses*, cit., 597, il quale rileva in proposito come i prestiti obbligazionari canadesi, solitamente soggetti alle *majority clauses*, venissero privati di simili clausole nel caso in cui le obbligazioni fossero destinate alla vendita o alla quotazione negli Stati Uniti.

¹²⁴ Cfr. R.T. STEFFEN-H.E. RUSSELL, *Registered Bonds and Negotiability*, in *Harvard L. Rev.*, 1934, 742.

¹²⁵ Per quanto concerne i prestiti obbligazionari emessi in occasione della costruzione delle ferrovie, si reputò che la possibilità di introdurre limitate modifiche a maggioranza non avrebbe influito sulla negoziabilità dei titoli nei termini previsti dalla legge, pertanto la previsione fu incorporata nei *bond*. Di contro, laddove l'ambito di applicazione della *majority clause* era più ampio, prevedendosi la possibilità di accettare una riduzione del capitale rimborsabile ovvero lo scambio dei titoli, maggiore era il timore della compatibilità della clausola con i criteri fissati dalla legge e nei titoli furono inserite generiche clausole di rinvio. In questa situazione risultava particolarmente problematico affermare che il successivo acquirente, il quale non avesse ricevuto notizia della modifica, fosse vincolato alla modifica stessa. Per questi aspetti cfr. D.F. BILLYOU, *Corporate Mortgage Bonds and Majority Clauses*, cit., 598.

Venendo a una valutazione circa l'attualità delle motivazioni esposte per sostenere la necessità di escludere il criterio del voto a maggioranza sulle modifiche delle condizioni essenziali del prestito obbligazionario, occorre anzitutto delimitare il campo del problema.

Le criticità legate alla negoziabilità dei titoli in presenza di *majority action clauses*, infatti, potrebbero al più giustificare una differente disciplina per titoli quotati e non quotati, per i quali il problema della negoziabilità non sembrerebbe porsi negli stessi termini. In effetti è soprattutto per le obbligazioni quotate che si rende necessario assicurare il carattere di negoziabilità. Tale profilo sembrerebbe spostare la qualificazione della natura della decisione sulle modifiche delle condizioni del prestito obbligazionario da regola di organizzazione, attinente alla disciplina delle società, a regola di mercato. Il diritto societario nazionale, in altre parole, potrebbe intervenire solo sul momento formativo nell'ambito del procedimento decisionale di emissione dei titoli obbligazionari, ma non estendersi a disciplinare i divieti, le responsabilità e le decisioni dei creditori. Laddove la legge nazionale regolasse anche tali aspetti, non dovrebbe per ciò solo ritenersi preclusa la scelta convenzionale di una diversa legge applicabile¹²⁶.

In caso di emissioni internazionali, in sintesi, l'esclusione di clausole di voto a maggioranza si giustificherebbe al più laddove i titoli fossero ammessi alla negoziazione in quei mercati nei quali il requisito della negoziabilità impone l'insussistenza di limiti o condizioni al rimborso. Un simile inquadramento inoltre andrebbe a incidere sulla derogabilità convenzionale del divieto quanto meno nell'ipotesi in cui, pur essendo l'emittente una società di in un Paese in cui non è previsto lo schema del voto a maggioranza, la sede di negoziazione dei titoli fosse un mercato in cui tale voto è contemplato ovvero in cui non fossero imposte rigide limitazioni alla negoziabilità dei titoli. In tale ipotesi sarebbe più agevole ammettere che il regolamento del prestito obbligazionario possa derogare al divieto previsto dalla disciplina nazionale dell'ordinamento della società emittente, prevedendo la possibilità di introdurre modifiche alle condizioni del prestito obbligazionario.

Volendo focalizzare l'analisi sull'ordinamento nazionale, per quanto concerne la negoziabilità dei titoli non sembrano ravvisabili limiti analoghi a quelli previsti dall'ordinamento americano. Sotto il profilo dei requisiti necessari ai fini della quotazione delle obbligazioni, anzitutto, nel Regolamento di Borsa Italiana non è dato rinvenire particolari limitazioni correlate alla garanzia del rimborso del valore

¹²⁶ Cfr. M. NOTARI, *La raccolta dei mezzi finanziari nella s.r.l.*, in AA. VV., *La Riforma del diritto societario dieci anni dopo, Per i quarant'anni di Giurisprudenza Commerciale, Milano 13-14 giugno 2014*, Milano, 2015, 117 s.

nominale dei titoli, salvo il caso delle obbligazioni strutturate¹²⁷. L'art. 92, D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 ("TUF"), d'altro canto, impone che il medesimo trattamento sia assicurato a tutti i portatori degli strumenti finanziari quotati che si trovino in identiche condizioni. Risulta evidente che il principio della parità di trattamento non sarebbe compromesso dalla previsione convenzionale della facoltà di deliberare a maggioranza sulla modifica delle condizioni essenziali del prestito obbligazionario, essendo al contrario pienamente garantito proprio dalla circostanza che tutti i portatori di obbligazioni sarebbero vincolati alla medesima decisione¹²⁸.

Se ne trae, in conclusione, che, anche sotto il profilo esaminato, non sussistono particolari impedimenti rispetto alla previsione del voto a maggioranza sulle modifiche delle condizioni fondamentali del prestito obbligazionario.

6. *Veto individuale versus voto a maggioranza. Prime conclusioni.*

La necessità di apportare modifiche, anche radicali, alle originarie condizioni del contratto, che caratterizza il rapporto di prestito obbligazionario sia quando la società emittente sia in *bonis* sia allorché la ristrutturazione del debito si renda indispensabile per evitare il fallimento, impone di individuare un meccanismo efficiente e tempestivo, che al contempo assicuri adeguata protezione agli obbligazionisti.

A tal fine, sono stati esaminati due modelli alternativi: quello che richiede il consenso unanime degli obbligazionisti per l'introduzione di modifiche alle condizioni

¹²⁷ I principali requisiti richiesti dal Regolamento di Borsa Italiana ai fini dell'ammissione alla quotazione delle obbligazioni sono i seguenti: (i) l'emissione a fronte di un prestito il cui ammontare residuo sia di almeno 15 milioni di euro (5 milioni nel caso di obbligazioni convertibili), fatta salva la possibilità che Borsa Italiana accetti un ammontare inferiore in presenza di un mercato sufficiente; (ii) per le obbligazioni convertibili, le azioni derivanti dalla conversione dovranno essere rese disponibili per la negoziazione il giorno di liquidazione successivo al termine dell'ultimo giorno del periodo di conversione; (iii) per le obbligazioni convertibili, le caratteristiche dello strumento finanziario devono essere chiare ed inequivocabili e consentire una correlazione tra il prezzo dello strumento finanziario e il prezzo dell'azione di conversione (Art. 2.2.7, Regolamento di Borsa Italiana). Solo con riferimento alle obbligazioni strutturate, per tali intendendosi quei titoli obbligazionari il cui rimborso e/o remunerazione sono indicizzati all'andamento dei prezzi di una determinata attività, ai sensi dell'art. 2.2.2, comma 2 lett. a) si richiede che "il rimborso non possa in alcun caso avvenire ad un prezzo inferiore al loro valore nominale".

¹²⁸ Di contro, il principio della parità di trattamento tra obbligazionisti sembrerebbe scontrarsi con il modello della necessaria unanimità sulla modifica delle condizioni fondamentali del prestito obbligazionario. Si ipotizzi che la società emittente, in difficoltà finanziarie, proponga agli obbligazionisti una notevole riduzione del tasso di interesse al fine di risanare la propria situazione e assicurare così il rimborso alla scadenza. Anche volendo ipotizzare il successo della ristrutturazione in presenza di dissenzienti, che dovrebbero pertanto essere rimborsati per intero ovvero proseguire il rapporto con la società emittente alle condizioni originarie, ai medesimi sarebbe in definitiva riconosciuto un trattamento più favorevole rispetto agli obbligazionisti aderenti alla ristrutturazione, venendo meno, seppure *ex post*, la parità di trattamento tra obbligazionisti.

fondamentali previste dal regolamento contrattuale e quello che consente che la decisione assunta dalla maggioranza degli obbligazionisti risulti vincolante per la minoranza degli obbligazionisti assente o dissenziente.

Le considerazioni svolte inducono a ritenere che la regola della modifica a maggioranza delle condizioni essenziali del prestito obbligazionario rappresenta, in astratto, il rimedio più consono in presenza di situazioni sanabili di difficoltà finanziarie dell'emittente come nell'ordinario corso della attività sociale, posto che, laddove si opti per il modello dell'unanimità, la sussistenza di fattori quali l'*holdout problem* o l'elevato numero di obbligazionisti diffusi rischiano, con elevatissima probabilità, di impedire rinegoziazioni vantaggiose e per la società emittente e per i portatori di titoli.

La preferenza per il criterio del voto a maggioranza è confermata dalla prevalente adozione del modello da parte delle legislazioni moderne, dal *trend* emerso negli ultimi anni nell'ambito delle ristrutturazioni del debito sovrano e dalle più recenti riforme introdotte in alcuni ordinamenti stranieri, che hanno relegato l'unanimità a regola di *default*, derogabile da una diversa previsione contenuta nel contratto di emissione.

In particolare, gli esempi dei prestiti obbligazionari sovrani e degli ordinamenti tedesco e cileno dimostrano che, laddove consentito, nell'esercizio della propria autonomia le parti tendono a privilegiare la previsione di clausole di voto a maggioranza sulle modifiche delle condizioni fondamentali del contratto.

Infine, la disamina delle istanze originariamente sottese all'adozione della regola della necessaria unanimità, anche legate alle caratteristiche dei mercati obbligazionari esistenti all'epoca dell'introduzione della regola, consente di ribadire l'opportunità del ricorso al criterio del voto a maggioranza, non essendo più attuali le ragioni che hanno indotto, in concreto, i legislatori di taluni ordinamenti nazionali a deviare da un simile modello.

Risolta l'alternativa veto individuale *versus* voto a maggioranza a favore di quest'ultimo modello, la ricerca si sposta su un diverso piano: come riaffermare l'adozione del principio di maggioranza sulla modifica delle condizioni fondamentali del prestito obbligazionario laddove questo non sia riconosciuto?

Limitando l'analisi al sistema italiano, uno degli espedienti di natura tecnica cui si è fatto ricorso nella prassi è stata la creazione di società straniere, spesso controllate da società italiane, destinate a emettere le obbligazioni. In tali ipotesi, il prestito è retto dalla legge di un Paese diverso, generalmente dalla legge inglese. Eventuali proposte

di ristrutturazione sono sottoposte al voto dell'assemblea degli obbligazionisti, le cui regole procedurali e i *quorum* necessari sono contenuti nel *trust deed*¹²⁹.

Tale opzione, seppur praticabile, implica una serie di svantaggi. Anzitutto, si tratta verosimilmente di uno schema che comporta dei costi, non necessariamente sostenibili da tutte le società emittenti. Inoltre, soprattutto alla luce dei dissesti finanziari di alcuni importanti gruppi italiani, che hanno abusato di simili meccanismi nel corso dei primi anni 2000, gli investitori non professionali potrebbero mostrare scetticismo a fronte dell'emissione di obbligazioni in territorio straniero e tale percezione potrebbe influire negativamente sull'appetibilità dei titoli.

Un'ulteriore alternativa, correlata all'emissione di obbligazioni in mercati stranieri, è stata più di recente oggetto di particolare attenzione. Si tratta, nello specifico, della possibilità che una società italiana emetta un prestito obbligazionario assoggettato a una legge differente, allo scopo di applicare le disposizioni straniere maggiormente liberali e di portata più ampia in materia di competenza dell'assemblea degli obbligazionisti¹³⁰. Tale possibilità, che sarà oggetto di più approfondita analisi nel prosieguo¹³¹, ripropone alcune delle conseguenze negative sopra menzionate.

Venendo all'esame delle possibili soluzioni giuridiche al problema, una prima opzione è rappresentata dall'adeguamento della normativa italiana alle più recenti evoluzioni in materia, attraverso l'introduzione di una norma che, con alcune cautele, legittimi espressamente la previsione di clausole di voto a maggioranza sulle modifiche delle condizioni fondamentali del prestito obbligazionario. Tale scelta sarebbe, in effetti, in linea con quella adottata dalla maggior parte dei legislatori nazionali, nonché nel contesto delle emissioni obbligazionarie relative al debito sovrano. Peraltro, la disamina della composizione della categoria dei possessori di obbligazioni *corporate* in Italia ha rivelato come la ridotta presenza di investitori persone fisiche richieda forme di tutela diverse rispetto a quelle elaborate dal legislatore storico. Una simile regola, inoltre, sembra rendersi particolarmente opportuna in ipotesi di crisi di impresa, atteso che i meccanismi di ristrutturazione del debito non sempre si sono rivelati strumenti sufficienti a evitare l'insolvenza della società, oltre a imporre costi e tempi di impatto maggiore rispetto all'assunzione di una delibera dell'assemblea degli obbligazionisti.

Un'eventuale previsione normativa che autorizzi espressamente il voto vincolante della maggioranza degli obbligazionisti sulla modifica delle condizioni

¹²⁹ Cfr. M. ZACCAGNINI, *Alcune osservazioni in tema di ristrutturazioni di prestiti obbligazionari emessi da società quotate italiane*, in *Crisi d'impresa e ristrutturazioni. Percorsi tra banca e mercato*, a cura di F. BRUNO-A. RUOZZI, Assago, 2010, 207, testo e nota 15. Sulla prassi relativa al collocamento delle obbligazioni *corporate* cfr. C. CARBONE, *Le ragioni dei risparmiatori nelle cause contro le banche per la cessione delle obbligazioni « corporate»*, Napoli, 2009, 78 ss.

¹³⁰ Cfr. L. AUTUORI, *Artt. 2415-2420 c.c.*, cit., 248 ss.

¹³¹ Si veda Cap. II, par. 11 e ss.

essenziali del prestito obbligazionario potrebbe, d'altro canto, subordinare l'adozione della decisione al voto favorevole espresso da una maggioranza qualificata, di cui il legislatore potrebbe limitarsi a fissare un livello minimo, in linea con le tendenze nazionali e sovranazionali. Al fine di agevolare ulteriormente la raccolta del consenso degli obbligazionisti diffusi, anche considerando che la maggioranza qualificata è di norma calcolata sul complessivo valore nominale delle obbligazioni in circolazione e non in relazione ai partecipanti all'assemblea, si potrebbe introdurre, altresì, un meccanismo di *opt-out* o di silenzio-assenso, associato a un efficiente sistema di notifica, atto a consentire che nel computo della maggioranza siano ricompresi i voti di quegli obbligazionisti che non abbiano manifestato espressamente il proprio dissenso¹³². In alternativa, al fine di arginare il fenomeno della mancata partecipazione degli obbligazionisti all'assemblea, occorrerebbe intervenire sui *quorum* costitutivi e prevedere il calcolo del *quorum* deliberativo sugli obbligazionisti effettivamente presenti.

Al di là del piano *de iure condendo*, appare utile valutare se si possa pervenire a una soluzione di immediata applicazione, valorizzando il principio di autonomia privata.

Taluni autori hanno esplorato l'eventuale legittimità di una previsione statutaria che ampliasse l'ambito di competenza dell'assemblea degli obbligazionisti¹³³. Tale

¹³² La previsione di meccanismi di silenzio-assenso non è nuova al diritto italiano, sebbene nel diverso ambito concorsuale, ove è utilizzata nel contesto del concordato fallimentare (cfr. art. 128, comma 2, L. Fall.). A favore dell'applicazione della regola anche all'ipotesi in esame depone la circostanza per cui, sia nel caso dell'assemblea degli obbligazionisti chiamata a decidere sulle modificazioni delle condizioni fondamentali del prestito obbligazionario sia nel caso del concordato fallimentare, a votare sarebbero creditori della società. Tuttavia, non si può prescindere dal rilievo per cui nello scenario del diritto fallimentare, ove la finalità liquidatoria deve ritenersi prevalente e dove le procedure sono soggette a supervisione giudiziale, appare meno arduo prescindere della necessaria manifestazione espressa del consenso (e infatti, in tal senso, cfr. F. GUERRERA, voce *Concordato fallimentare*, in *Diritto commerciale*, a cura di N. Abriani, Dizionari del diritto privato promossi da N. Irti, Milano, 2011, 199, il quale osserva come la regola del silenzio-assenso, combinata con il criterio della maggioranza per valore dei crediti ammessi al voto indebolisca la posizione dei piccoli creditori e agevoli l'approvazione del concordato fallimentare, pur rilevando che “la compressione del loro « diritto di voce » trova un ragionevole bilanciamento nel ruolo di vigilanza e garanzia che gli organi fallimentari svolgono nelle altre fasi del procedimento”). Si consideri, inoltre, che la previsione del meccanismo del silenzio-assenso, inizialmente prevista anche per l'ipotesi di concordato preventivo dall'art. 178, comma 3, L. Fall., come riformato nel 2012, è stata rimossa nel 2015; indice questo della scarsa propensione del legislatore verso un'ampia possibilità di ricorso allo strumento. In argomento cfr. G. D'ATTORRE, *Il voto sulla proposta di concordato*, ne *La nuova mini-riforma della legge fallimentare*, a cura di M. Sandulli-G. D'Attorre, Torino, 2016, 260 s., il quale peraltro, in via interpretativa, giunge a sostenere che nel sistema attuale debba ritenersi operante la regola opposta del silenzio-dissenso, “in forza della quale il mancato esercizio del diritto di voto equivale a voto contrario”.

¹³³ Cfr. R. D'AMBROSIO, *Art. 2415 c.c.*, in *Codice commentato delle società*², a cura di G. Bonfante-D. Corapi-G. Marziale-R. Rordorf-V. Salafia, Milano, 2007, 795; A. COSTA, *Art. 2415 c.c.*, in *Codice commentato delle S.p.A.*, diretto da G. Fauceglia e G. Schiano di Pepe, II**, Torino, 2007,

posizione si fonda su un'applicazione analogica della disposizione di cui al comma 4 dell'art. 147 TUF, laddove si prevede che l'atto costitutivo possa attribuire all'assemblea degli azionisti di risparmio, oltre che al rappresentante comune, ulteriori poteri a tutela degli interessi dei possessori di azioni di risparmio.

È tuttavia opinabile che una clausola statutaria possa autorizzare l'assemblea degli obbligazionisti ad adottare una deliberazione su modifiche di rilievo o, eventualmente, sulla conversione del debito in *equity*, sulla base di un voto maggioritario. Nonostante il peculiare legame con la società emittente, nonché la previsione di una propria organizzazione, la posizione degli obbligazionisti non può essere assimilata a quella degli azionisti di risparmio, dal momento che i primi sono pur sempre creditori della società emittente. La relazione tra società emittente e obbligazionisti trae origine da un contratto di prestito obbligazionario, non già dal contratto sociale, e da quel contratto deve essere regolata. Di conseguenza, non sembra potersi ammettere che lo statuto possa, unilateralmente, disciplinare un aspetto così rilevante del rapporto contrattuale tra le parti, superando una previsione legislativa, l'art. 2415, comma 1, n. 2 c.c., che, al di là di eventuali limiti, attribuisce in linea di principio all'organizzazione degli obbligazionisti la competenza sulle decisioni relative a possibili modifiche all'originario contratto.

Esclusa tale possibilità, ci si propone di esaminare entro quali limiti il criterio del voto a maggioranza sulle modificazioni delle condizioni del prestito obbligazionario debba intendersi operante nell'attuale quadro normativo e valutare se sia ammissibile un'estensione, in via contrattuale, delle competenze dell'assemblea degli obbligazionisti, tale da ricomprendervi anche la modifica delle condizioni fondamentali del contratto e la conversione del debito in *equity*¹³⁴.

Nei capitoli successivi si esaminerà nel dettaglio se la soluzione proposta sia percorribile, analizzando in particolare la natura delle norme sull'organizzazione degli obbligazionisti al fine di verificarne la compatibilità con l'opzione prospettata.

1073, sebbene non con specifico riferimento a una modifica delle condizioni fondamentali del prestito obbligazionario o alla conversione del debito in *equity*.

¹³⁴ Del tema si sono specificamente occupati L. AUTUORI, *Artt. 2415–2420 c.c.*, cit., 221 s.; N. CIOCCA, *Gli strumenti finanziari obbligazionari*, cit., 105; M. ZACCAGNINI, *Alcune osservazioni in tema di ristrutturazioni di prestiti obbligazionari emessi da società quotate italiane*, cit., 199.

CAPITOLO II

L'ORGANIZZAZIONE DEGLI OBBLIGAZIONISTI TRA DISCIPLINA LEGALE E AUTONOMIA CONTRATTUALE

SOMMARIO: 1. Origini ed evoluzione storica della disciplina. – 2. L'organizzazione degli obbligazionisti nel diritto comparato. Cenni. – 3. La disciplina dell'organizzazione degli obbligazionisti. Profili rilevanti. – 3.1. Il conflitto di interessi e la “vendita del voto” nell'assemblea degli obbligazionisti. – 3.2. La natura e il ruolo del rappresentante comune. – 4. L'interesse comune quale criterio qualificante. – 5. La natura giuridica dell'organizzazione di gruppo. – 6. La posizione dell'organizzazione degli obbligazionisti rispetto alla società emittente. – 7. La *ratio* della disciplina dell'organizzazione degli obbligazionisti. – 7.1. La tutela collettiva dell'interesse comune. – 7.2. Il rilievo dell'interesse della società emittente. – 8. La natura imperativa o suppletiva della disciplina dell'organizzazione degli obbligazionisti. – 9. La derogabilità della disciplina legale. Ambito e limiti. – 10. Il ruolo dell'autonomia nella disciplina dell'organizzazione di gruppo. Prime conclusioni. – 11. Autonomia contrattuale e legge applicabile alle emissioni obbligazionarie. – 11.1. Sulla legge applicabile al prestito obbligazionario. – 11.1.1. (*segue*): La tesi della determinazione rimessa all'autonomia delle parti. – 11.1.2. (*segue*): L'orientamento favorevole all'applicazione della *lex societatis*. – 11.2. Limiti all'applicazione del diritto straniero. – 11.3. La competenza sulle modificazioni delle condizioni del prestito obbligazionario in ipotesi di emissione estera. Conclusioni. – 12. Il regolamento negoziale del prestito obbligazionario. – 13. Le specifiche previsioni regolamentari. – 13.1. (*segue*): Le clausole relative all'operazione di finanziamento – 13.2. (*segue*):...e la disciplina dell'organizzazione di gruppo. – 14. Profili di (eventuale) incidenza del contratto sull'organizzazione di gruppo. Prime conclusioni.

1. *Origini ed evoluzione storica della disciplina.*

È opinione ricorrente in dottrina che uno dei tratti caratterizzanti l'emissione di un prestito obbligazionario privato sia l'esistenza di una disciplina legale concernente l'organizzazione di gruppo¹³⁵.

L'origine dell'organizzazione degli obbligazionisti è fatta risalire, invero, a un'associazione di portatori di titoli pubblici, stabilita a Genova nel XV° secolo

¹³⁵ Cfr. S. PESCATORE, *Il rappresentante comune degli obbligazionisti*, cit., 109; F. GALGANO, *La società per azioni, Le altre società di capitali. Le cooperative*³, Bologna, 1978, 200; M. SARALE, *Le società per azioni. Obbligazioni*, in *Giurisprudenza sistematica di diritto civile e commerciale fondata da W. Bigiavi*, Torino, 2000, 333 e 336; N. DE LUCA-A. STAGNO D'ALCONTRES, *Obbligazioni di società*, in *Enciclopedia del diritto, Aggiornamento VI*, Milano, 2002, 786. Gli ordinamenti di tradizione latina, salvo limitate eccezioni, tendono ad escludere la creazione di un'organizzazione di portatori di titoli, laddove l'emissione provenga dallo Stato ovvero da altri enti pubblici. Cfr., in proposito, N. DE LUCA-A. STAGNO D'ALCONTRES, *ivi*, 829 s. In altri ordinamenti, quali Regno Unito e Canada, si prevede un'organizzazione di rappresentanza e tutela anche per i portatori di debito pubblico; cfr. ASSOCIAZIONE DISIANO PREITE, *Il diritto delle società*⁴, a cura di U. Morera, G. Olivieri, M. Perassi, G. Presti, F. Vella, Bologna, 2012, 129.

(“compera di San Giorgio”)¹³⁶, cui fece seguito, nel secolo successivo, la costituzione dell’associazione dei sottoscrittori del prestito del Municipio di Parigi¹³⁷.

Nonostante le indubbie esigenze sottese alla creazione di forme di organizzazione di portatori di titoli di debito, quali l’opportunità di garantire ai componenti una più efficace tutela dei loro diritti e la necessità di individuare una controparte cui l’emittente potesse rivolgersi per stipulare accordi modificativi delle originarie condizioni del prestito, il Codice di Commercio del 1882 non contemplava una disciplina della materia¹³⁸.

D’altro canto, erano comunemente rinvenibili organizzazioni volontarie di obbligazionisti, la cui formazione talora coincideva con l’emissione del prestito, talaltra era conseguente a una situazione di crisi dell’emittente¹³⁹.

Un immediato precedente normativo dell’organizzazione della categoria, nell’ordinamento italiano, è ravvisabile negli artt. 26 e ss. della L. 24 maggio 1903, n.

¹³⁶ Il più antico precedente dell’organizzazione degli obbligazionisti è dunque l’organizzazione dei portatori di un prestito collettivo dello stato genovese. Il termine *compera* all’epoca designava, appunto, i titoli del debito pubblico. Nel 1323, per la prima volta, apparivano i rappresentanti dei creditori, detti *protectores comperarum capituli*. Essi erano in numero di otto, quattro nobili e quattro rappresentanti del popolo, il cui ruolo era quello di vigilare sull’interesse della compera e dei portatori. Il 15 ottobre 1408 si concluse l’operazione che vide la riunione di sei prestiti sotto la denominazione di “compera di San Giorgio” e fu istituito un *officium procuratorium Sancti Georgii*. Il primo maggio 1412 le funzioni di procuratori e protettori furono unificate e l’amministrazione fu assunta da otto funzionari nominati per un anno, i *procuratores et protectores comperarum Sancti Georgii*. Accanto a questo organismo vi erano cinquantadue *consilarii*, selezionati tra i portatori più rilevanti, le cui attribuzioni furono definite il 25 gennaio 1425. Essi esprimevano le proprie idee in assemblea e, al termine, votavano sulle proposte formulate dai protettori con una maggioranza dei due terzi; cfr. J. ESCARRA, *Traité théorique et pratique de l’organisation des obligataires (Groupment et Représentation)*, Paris, 1922, 3 ss.

¹³⁷ Tale organizzazione, sorta a seguito della creazione, nel 1522, di rendite sull’*Hôtel-de-Ville de Paris*, era tuttavia meno complessa di quella precedentemente esaminata; cfr. J. ESCARRA, *Traité théorique et pratique*, cit., 6; D. PETTITI, *I titoli obbligazionari*, cit., 199 s.; G. PELLEGRINO, *L’organizzazione degli obbligazionisti*, Milano, 2008, 1, nota 1.

¹³⁸ Né nei relativi lavori preparatori si rinviene traccia di accenni al tema dell’organizzazione degli obbligazionisti, essendo l’attenzione del legislatore rivolta a stabilire “le condizioni e le cautele necessarie acciò le società possano contrarre prestiti con emissione di obbligazioni circolabili nominative o al portatore”; cfr. la Relazione dettata da Mancini al progetto del Codice di Commercio del Regno d’Italia, in *Relazione della Commissione, Facoltà al Governo di pubblicare e mettere in esecuzione un nuovo Codice di Commercio, tornata del 23 giugno 1881*, Roma, 1881, 18. Si vedano anche le disposizioni di cui agli artt. 169 e ss. contenute nel *Progetto del Codice di Commercio del Regno d’Italia, presentato dal Ministro di grazia e giustizia e dei culti (Mancini) di concerto col Ministro di Agricoltura, Industria e Commercio (Majorana-Calatabiano)*, Firenze, 1877. In commento alle disposizioni in tema di obbligazioni dettate dal Codice di Commercio, è stato rilevato che il legislatore, da un lato, avrebbe potuto riconoscere nell’insieme dei sottoscrittori delle obbligazioni un ente collettivo, munito di organi propri e, dall’altro, attribuirgli un potere di controllo U. NAVARRINI, *Commentario al Codice di Commercio*, II, *Delle Società e delle Associazioni Commerciali*, Milano, 19(...), n. 469, 631.

¹³⁹ Cfr. D. PETTITI, *I titoli obbligazionari*, cit., 200.

17, disposizioni che prevedevano un'adunanza separata degli obbligazionisti nel contesto della procedura di concordato preventivo¹⁴⁰.

Il legislatore, inoltre, all'art. 3, L. 23 novembre 1939 n. 1966 aveva stabilito che alle società fiduciarie e di revisione potesse essere conferita la rappresentanza degli obbligazionisti, potendosi da ciò desumere un implicito riconoscimento dell'adeguatezza delle forme di organizzazione volontaria allora in essere¹⁴¹.

All'epoca, di contro, la previsione legislativa di forme di organizzazione degli obbligazionisti era sussistente nei principali ordinamenti stranieri, sia nelle sembianze di organizzazioni occasionali, costituite nell'eventualità di crisi economica dell'emittente, sia in quelle di strutture organizzative a carattere stabile e permanente¹⁴².

¹⁴⁰ Come richiamato, *ex multis*, da G. FRÈ, *Art. 2415 c.c.*, cit., 609, sebbene in dottrina non si sia mancato di sottolineare come i due istituti presentassero profonde differenze. Muovendo da una comparazione con l'assemblea degli obbligazionisti, è stato rilevato che (i) l'adunanza degli obbligazionisti di cui alla legge sul concordato preventivo si proponeva l'adozione immediata della proposta di concordato, laddove l'assemblea degli obbligazionisti di cui all'art. 2415 c.c., investita di analoga competenza, esprime una deliberazione che è atto ancora interno al gruppo e a cui farà seguito il voto sulla proposta di concordato da parte del rappresentante comune; (ii) l'adunanza degli obbligazionisti era coeva a quella dei creditori, mentre l'assemblea degli obbligazionisti è preliminare all'adunanza dei creditori, cui prende parte il rappresentante comune; (iii) l'assemblea è presieduta dalla persona designata dagli intervenuti e non dal giudice delegato; (iv) legittimazione e intervento all'assemblea soggiacciono alle regole del codice civile e non alle disposizioni di diritto fallimentare, con i corollari che ne conseguono; cfr. F. FERRARA, *La posizione degli obbligazionisti nel concordato della società emittente*, in *Dir. fall.*, 1960, I, 22 ss. Quanto alla possibilità che i dissidenti e gli aderenti potessero nominare un rappresentante dei rispettivi gruppi affinché ne tutelasse le ragioni nel giudizio di omologazione, tali soggetti sono state inquadrati quali mandatari di gruppo, non già rappresentanti comuni, sebbene primo embrione della figura; cfr. A. FORMIGGINI, *Diritti individuali degli azionisti privilegiati e degli obbligazionisti*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1952, 115, nota 32. Per un approfondito commento alle disposizioni in esame cfr. L. BOLAFFIO, *Il concordato preventivo secondo le sue tre leggi disciplinatrici*, Torino, 1932, 240 ss.

¹⁴¹ Per tale rilievo cfr. D. PETTITI, *I titoli obbligazionari*, cit., 203.

¹⁴² Alle forme di organizzazione del primo tipo sono riconducibili l'esempio tedesco della *Konkursordnung* del 1877, disciplinante la posizione dell'obbligazionista nel fallimento; le norme sul voto degli obbligazionisti in caso di crisi economica dell'emittente previste dal codice di commercio spagnolo del 1885; la legge francese del 1919 che istituì, per un periodo di tempo limitato, un'organizzazione eccezionale degli obbligazionisti per gli eventi di crisi economica conseguente a episodi bellici; le previsioni brasiliane del 1897 in materia di regolamenti transattivi con gli obbligazionisti in ipotesi di insolvenza della società emittente, oltre alla stessa disciplina italiana del 1903 sul voto degli obbligazionisti nel concordato. Le organizzazioni permanenti comprendono, invece, quelle introdotte in Austria nel 1874 e 1877, in Germania nel 1899 (con legge modificata poi nel 1932); in Belgio nel 1913 e 1919; in Messico nel 1897; in Francia nel 1935; in Brasile nel 1938; in Svizzera nel 1949. Sul punto cfr. D. PETTITI, *I titoli obbligazionari*, cit., 202 s. Per una dettagliata esposizione si veda J. ESCARRA, *Traité théorique et pratique*, cit., 157 ss., nonché L. PRESTAT, *Des assemblées d'obligataires. Thèse pour le doctorat*, Paris, 1906, 94 ss.

La predisposizione di una disciplina legislativa *ad hoc* nell'ordinamento italiano era stata autorevolmente auspicata in dottrina¹⁴³, alla luce di diversi ordini di considerazioni.

Ad avviso di Cesare Vivante, la comunanza di interessi degli obbligazionisti avrebbe richiesto la formazione di un'associazione per la difesa comune, in considerazione della condizione di dispersione e lontananza dalla sede sociale dei portatori di obbligazioni, dell'impossibilità di una efficace tutela dei loro interessi, dell'esiguità dell'investimento, che non giustificava l'onere di un'iniziativa individuale. In termini più che mai attuali, inoltre, Vivante non mancò di rilevare come “[s]pesse volte un accordo fatto in tempo colla società, una dilazione concessa al rimborso degli interessi o del capitale potrebbero risparmiarle con reciproco vantaggio la rovina del fallimento”¹⁴⁴.

Fu solo nel Codice civile del 1942 che una disciplina relativa all'organizzazione degli obbligazionisti trovò compiuta sistemazione, sulla base di un assetto che, salvo qualche marginale modifica, permane intatto fino ai giorni nostri. Merita rilevare, tuttavia, che l'art. 210 disp. att. trans., dispose l'applicazione della norme in tema di organizzazione degli obbligazionisti anche alle obbligazioni emesse anteriormente alla data di entrata in vigore del codice civile¹⁴⁵; tale previsione potrebbe dunque essere letta quale indice della primazia delle scelte del legislatore su ogni (eventuale) preesistente assetto privato dell'organizzazione di gruppo ovvero, all'opposto, quale espressione dell'intento legislativo di predisporre una disciplina di natura suppletiva e

¹⁴³ Efficacemente, nella vigenza del Codice di commercio si rilevava: “Attualmente, quale è la condizione, di fronte alla società, dei possessori di obbligazioni? Essi, creditori della società, non hanno diritto come si è visto, di intervenire comunque nelle assemblee, dove si preparano i destini della società che possono essere anche i loro, nè alcun diritto di controllo loro compete sullo svolgimento degli affari sociali, più di quanto non competesse ai creditori in generale; d'altro lato essi non trovano, almeno durante la vita dell'ente, nessun riconoscimento giuridico alla comunanza di interesse che li avvince: onde la loro azione, di fronte alla società, non può che essere disarmonica e dispersa, epperò il più delle volte inefficace; o almeno assai difficilmente e stentatamente può essere organizzata e diretta”; cfr. U. NAVARRINI, *Commentario al Codice di Commercio*, cit., 631.

¹⁴⁴ C. VIVANTE, *Trattato di diritto commerciale*⁵, cit., § 46, n. 622, 341. Al contempo, l'Autore (*ivi*, 341 s.) sottolineava la necessità che l'istituzione di un'organizzazione degli obbligazionisti fosse prevista a livello legislativo, come del resto avveniva nel contesto europeo, dubitando della possibilità che si formasse un diritto consuetudinario alla luce del disinteresse della società verso forme di tutela degli interessi degli obbligazionisti, nonché della difficoltà di questi ultimi di organizzarsi autonomamente per ottenere tale risultato.

¹⁴⁵ La disposizione in questione è stata talora richiamata a conferma del carattere legale e non volontario, dell'organizzazione di gruppo, pur essendo da altri ritenuta non dirimente. Per la prima posizione si veda F. FERRARA JR., *Gli imprenditori e le società*⁶, (rist. aggiornata da F. CORSI), Milano, 1980, 554, nota 15; per l'opposto orientamento si veda D. PETTITI, *I titoli obbligazionari*, cit., 54, nota 6 e, per una sintesi del dibattito, R. SACCHI, *Il principio di maggioranza nel concordato e nell'amministrazione controllata*, Milano, 1984, 27 s.

destinata a trovare applicazione in mancanza di scelte diverse operate dall'autonomia privata¹⁴⁶.

La disamina dei primi lavori di riforma del codice di commercio, nonché dei lavori preparatori al Codice civile del 1942 rivela limitate modifiche rispetto alla configurazione e al testo inizialmente proposti¹⁴⁷.

Sin dai primi progetti furono posti in luce i criteri ispirativi e le finalità della riforma: predisporre un'organizzazione degli obbligazionisti dotata di propri organi esecutivi e deliberativi, retti dal principio di maggioranza e funzionali a rappresentarne e tutelarne gli interessi di fronte alla società¹⁴⁸.

Degna di nota, ai fini del presente lavoro, è però l'evoluzione che ha interessato l'art. 2415, comma 1, n. 2 contenente l'elenco delle competenze attribuite all'assemblea degli obbligazionisti e, nello specifico, il riconoscimento del potere degli obbligazionisti di deliberare sulle modificazioni delle condizioni del prestito obbligazionario. Se nelle prime versioni della norma, infatti, la previsione era seguita da un breve catalogo di possibili modificazioni alle condizioni del prestito – individuate nella misura degli interessi, nel rimborso anticipato delle obbligazioni, nelle garanzie del prestito – tale elencazione fu espunta dal testo definitivo, quasi a voler significare l'intenzione del legislatore di non dare adito a indebite interpretazioni restrittive dell'ambito di applicazione della norma. L'elenco delle materie estromesse dalla disposizione figura nella Relazione al Codice Civile, ma solo a titolo

¹⁴⁶ Il punto sarà affrontato *infra*, par. 8.

¹⁴⁷ La Relazione al progetto D'Amelio, conferma che “le norme relative all'organizzazione consorziale degli obbligazionisti e alla rappresentanza stabile degli obbligazionisti di fronte alla società, mediante un fiduciario da essi eletto, corrispondono alle antiche proposte, accolte in tutti i recenti progetti, salvo alcune modificazioni”. Le innovazioni, cui la Relazione fa riferimento, riguardano (i) la soppressione del sindaco degli obbligazionisti, che avrebbe costituito un duplicato del rappresentante degli obbligazionisti; (ii) la restrizione del campo di azioni individuali degli obbligazionisti, affinché non si sovrapponevano all'azione del rappresentante dei possessori di obbligazioni; (iii) la possibilità di attribuire le funzioni di rappresentante degli obbligazionisti a società fiduciarie, oltre che una persona fisica; cfr. *Commissione reale per la riforma dei codici, Sottocommissione B, Codice di Commercio, II, Relazione sul progetto*, a cura del Presidente D'AMELIO, dei Commissari: ARCANGELI-ASQUINI-BOLAFFIO-BONELLI-JANITTI A. e del Segretario FRÈ, Roma, 1925, 100 s. Dell'ultima, invero, non vi è corrispondente previsione nel testo del Codice del 1942, salva la disposizione di cui all'art. 104 disp. att. trans., che menzionava la possibilità di incaricare una società fiduciaria nel contesto della nomina del rappresentante comune da parte del giudice (successivamente del presidente del tribunale) e che aveva suscitato dubbi circa l'applicabilità di tale soluzione anche all'ipotesi in cui la nomina fosse assembleare (per l'adesione all'interpretazione più ampia cfr. G.F. CAMPOBASSO, *L'organizzazione degli obbligazionisti*, cit., 510). È interessante rilevare che la possibilità che una società fiduciaria sia chiamata a svolgere le funzioni di rappresentante comune costituisce una delle innovazioni inserite nel testo dell'art. 2418 c.c. dal legislatore della Riforma del 2003.

¹⁴⁸ In tal senso, cfr. *Commissione reale per la riforma dei codici, Sottocommissione B, Codice di Commercio, II, Relazione sul progetto*, cit., 99.

esemplificativo, come emerge anche dalla comparazione con la precedente versione del testo¹⁴⁹.

La Relazione al Codice Civile, invero, esamina diversi aspetti della riforma legislativa, soffermandosi in particolare su quello che ne è individuato come il punto più delicato: il potere, riconosciuto all'assemblea degli obbligazionisti, di deliberare eventuali modificazioni delle condizioni del prestito. Nella Relazione si evidenzia come “tale sistema costituisse in definitiva un vantaggio per gli stessi obbligazionisti, per la considerazione che la tempestiva modificazione delle condizioni del prestito può essere in determinati casi il mezzo migliore per assicurare ai portatori delle obbligazioni la realizzazione del loro credito”¹⁵⁰.

¹⁴⁹ Nel progetto D'Amelio, all'art. 230, comma 1, n. 4, si prevede, in realtà, una generica facoltà dell'assemblea di “opporsi a qualsiasi modificazione dello statuto della società e a quelle del prestito, che possono rendere peggiore la condizione dei possessori di obbligazioni”; cfr. *Commissione reale per la riforma dei codici, Sottocommissione B, Codice di Commercio, I, Progetto*, Roma, 1925, 90. Nel progetto Vivante la formula legislativa precedentemente proposta è ripartita tra due distinti ambiti di competenza e ulteriormente precisata, prevedendosi, al n. 6 dell'art. 236, comma 1, la competenza dell'assemblea a “deliberare qualsiasi modificazione delle condizioni del prestito, sia circa la misura degli interessi, sia circa il rimborso anticipato delle obbligazioni, nei casi in cui la società non abbia per patto o per legge il diritto di procedere a detto rimborso senza il consenso degli obbligazionisti” e, al n. 7 del medesimo articolo, quella a “consentire quelle modificazioni dello statuto della società, le quali possono rendere peggiore la condizione degli obbligazionisti”; cfr. *Commissione ministeriale per la riforma della legislazione commerciale presieduta dal Prof. Cesare Vivante, Progetto preliminare per il nuovo Codice di Commercio*, cit., 79. La Relazione del Prof. Antonio Scialoja al testo, peraltro, offre una lettura ampia della disposizione, richiamando tra i poteri dell'assemblea quello di “deliberare qualsiasi modificazione delle condizioni del prestito”, senza ulteriori specificazioni; cfr. Relazione di A. Scialoja al Progetto Vivante, *ivi*, 287. L'art. 269, comma 1, n. 2 del Progetto Asquini replica e amplia la precisazione delle condizioni del prestito emendabili, facendo riferimento a “modificazioni delle condizioni del prestito, sia circa la misura degli interessi, sia circa il rimborso anticipato delle obbligazioni, sia circa le garanzie del prestito”; cfr. il testo riportato in *Codice civile, Libro quinto: Del lavoro, commentato coi lavori preparatori, con note e riferimenti, e corredato con indici e tavola di raffronto*, a cura di L. VACCARO-E. BRIZI, Roma, 1942, 170, e la relativa Relazione che, al § 57, ne conferma la portata, ribadendo l'attribuzione all'assemblea del potere di deliberare “eventuali modificazioni delle condizioni del prestito, sia circa la misura degli interessi, che circa il rimborso anticipato delle obbligazioni e le garanzie concesse all'atto dell'emissione”. Nel testo definitivo, confluito nell'art. 2415, comma 1, n. 2, c.c., la norma acquisterà portata più vaga, stabilendosi che l'assemblea delibera “sulle modificazioni delle condizioni del prestito”. D'altronde una variazione che accentua il carattere esemplificativo dell'elenco interverrà anche nella Relazione al Re, al n. 179 (e nella Relazione al Codice Civile al n. 987), laddove si individua il punto più delicato della riforma in quello relativo al potere riconosciuto agli obbligazionisti di deliberare “eventuali modificazioni delle condizioni del prestito, poiché in tal modo si attribuisce alla maggioranza suindicata la facoltà di approvare mutamenti sostanziali dell'originario rapporto, quali possono essere quelli che attengono alla misura degli interessi, al rimborso anticipato delle obbligazioni e alle garanzie concesse all'atto della emissione”; G. PANDOLFELLI-G. SCARPELLO-M. STELLA RICHTER-G. DALLARI, *Codice Civile, Libro del lavoro illustrato con i lavori preparatori e disposizioni di attuazione transitorie*, Milano, 1942, 222 s. Sul punto si veda anche R. SACCHI, *Gli obbligazionisti nel concordato della società*, Milano, 1981, 46 e s., nota 37.

¹⁵⁰ Relazione al Codice Civile, n. 987. Ci si preoccupa, poi, di precisare l'espressa previsione di espedienti che, in chiave sistematica, controbilanciano il potere dell'assemblea, costituendo

La successiva evoluzione della disciplina relativa all'organizzazione degli obbligazionisti, si diceva, non ha prodotto significativi cambiamenti. Nel contesto della riforma del diritto societario del 2003, infatti, il legislatore ha apportato solo qualche modifica di scarso rilievo, lasciando dunque l'originaria struttura, risalente al 1942, sostanzialmente inalterata¹⁵¹. Altre marginali modifiche al testo delle disposizioni, infine, sono state introdotte nel 2012¹⁵².

2. *L'organizzazione degli obbligazionisti nel diritto comparato. Cenni.*

La disamina delle forme di rappresentanza degli obbligazionisti, disciplinate, in modo più o meno dettagliato, dalla legge o dal regolamento di emissione mostra una varietà di soluzioni che discendono dalle tradizioni giuridiche dei diversi ordinamenti e, al contempo, rivela l'esigenza, comune ai vari sistemi, di predisporre strumenti che agevolino la tutela degli interessi e la raccolta del consenso degli obbligazionisti.

In termini generali, può osservarsi come l'orientamento degli ordinamenti di *civil law* sia quello di disciplinare in via legislativa l'istituzione, la struttura e il funzionamento dell'organizzazione degli obbligazionisti, che, come espressamente precisato nell'ordinamento francese e in quello spagnolo, si forma di diritto, quale diretta conseguenza dell'emissione. Ove, come nell'ordinamento tedesco, la relativa normativa è stata oggetto, in epoca recente, di riforme, si riscontra la tendenziale attribuzione di maggiori spazi all'autonomia contrattuale, attraverso un ampio rinvio alle condizioni e ai termini dell'emissione per la disciplina di rilevanti profili del

adeguata garanzia rispetto al potenziale rischio di deliberazioni che non rispondano al reale interesse di tutti gli obbligazionisti. Si tratta, in particolare, del rinvio alle disposizioni in materia di assemblea straordinaria degli azionisti, nonché il diritto individuale di impugnativa delle deliberazioni assunte non in conformità alla legge.

¹⁵¹ All'art. 2415, comma 3, c.c. è stata aggiunta una previsione che dispone l'iscrizione delle deliberazioni dell'assemblea degli obbligazionisti, a cura del notaio che ha redatto il verbale, nel registro delle imprese. Con riferimento all'impugnazione delle delibere assembleari, oltre a un adattamento del rinvio alle corrispondenti disposizioni relative alle deliberazioni dell'assemblea dei soci, è stato chiarito che il calcolo delle percentuali previste deve essere effettuato con riferimento all'ammontare del prestito obbligazionario e tenendo in considerazione l'eventuale quotazione delle obbligazioni. Per quanto concerne il rappresentante comune, è stato specificato che tale funzione può essere attribuita anche alle persone giuridiche autorizzate allo svolgimento dei servizi di investimento nonché alle società fiduciarie; la durata della carica è stata determinata in tre esercizi sociali, in luogo del precedente riferimento a "un triennio"; la rappresentanza processuale è stata estesa alla procedura di amministrazione straordinaria.

¹⁵² In particolare, il D. lgs. 18 giugno 2012, n. 91 è intervenuto sui seguenti punti: (i) individuazione della legittimazione del consiglio di amministrazione e del consiglio di gestione ai fini della convocazione dell'assemblea degli obbligazionisti, in precedenza testualmente attribuita agli "amministratori"; (ii) rinvio alle leggi speciali in merito alla legittimazione all'intervento e al voto nell'assemblea degli obbligazionisti quando le obbligazioni sono ammesse al sistema di gestione accentrata; (iii) estensione ai componenti del consiglio di gestione e sorveglianza della possibilità di assistere all'assemblea degli obbligazionisti.

funzionamento dell'organizzazione degli obbligazionisti. Al contrario, negli ordinamenti di *common law* si ravvisa un'attitudine "spontanea" al raggruppamento degli obbligazionisti. In particolare, la prassi degli ordinamenti anglosassoni, che pure vede, accanto alla figura caratterizzante del *trustee*, forme di espressione del voto dei portatori di titoli, non trova una corrispondente disciplina di dettaglio nelle disposizioni legislative. La riunione degli obbligazionisti in assemblea, così come le relative competenze, risultano quasi totalmente rimesse alle previsioni del contratto di emissione.

Nello specifico, come si è avuto modo di esporre nel paragrafo precedente, tra la fine dell'800 e gli inizi del '900 la presenza di disposizioni legislative relative all'organizzazione degli obbligazionisti era già diffusa negli ordinamenti europei¹⁵³. Pur essendosi susseguite inevitabili riforme, l'impostazione di fondo è stata mantenuta nel tempo e tuttora è ricorrente, nelle legislazioni europee, l'istituzione di un'organizzazione degli obbligazionisti¹⁵⁴. Tratti comuni della disciplina sono, in linea di principio, la coesistenza di due organi (uno o più rappresentanti comune e un'assemblea dei portatori di titoli), l'attribuzione dei rispettivi poteri e la previsione di maggioranze rafforzate per l'approvazione di deliberazioni aventi ad oggetto la modifica delle condizioni del prestito.

In Belgio, ad esempio, il *Code des Sociétés* disciplina le competenze e il funzionamento dell'assemblea degli obbligazionisti, attribuendole anche la facoltà di nominare uno o più mandatarî incaricati di eseguire le decisioni assunte e di rappresentare la massa degli obbligazionisti in tutte le procedure relative alla riduzione o alla cancellazione delle iscrizioni ipotecarie¹⁵⁵. Per quanto concerne le maggioranze richieste per l'approvazione delle delibere assembleari, si prevede che la proposta debba essere votata dai membri che rappresentano almeno tre quarti dell'ammontare delle obbligazioni che prendono parte al voto. Tuttavia, nei casi in cui una decisione non sia approvata dalla maggioranza rappresentata da almeno un terzo delle obbligazioni in circolazione, essa può essere attuata solo a seguito di un procedimento

¹⁵³ Su cui, ampiamente, J. ESCARRA, *Traité théorique et pratique*, cit., 157 ss.; L. PRESTAT, *Des assemblées d'obligataires. Thèse pour le doctorat*, cit., 94 ss.

¹⁵⁴ Per un quadro comparatistico, seppure non aggiornato alla disciplina attuale, si vedano G.F. CAMPOBASSO, *Gli strumenti di finanziamento: le obbligazioni*, ne *Il diritto delle società per azioni: problemi, esperienze, progetti*, a cura di P. Abbadessa-A. Rojo, Milano, 1993, 243 ss.; P.R. WOOD, *International Loans, Bonds and Securities Regulation*, Londra, 1995, 178 ss. Con lo stesso limite, per riferimenti bibliografici, cfr. R. SACCHI, *Gli obbligazionisti nel concordato della società*, cit., 51, nota 46, nonché, per una traduzione delle disposizioni legislative in materia di obbligazioni all'epoca vigenti nei principali ordinamenti europei, si veda *La disciplina delle obbligazioni in Europa*, a cura di A. DE VITA, in *Società*, 1991, 357 ss.

¹⁵⁵ CODE DES SOCIÉTÉS [C. SOC.] art. 568 (Belg.). Tale norma si applica alla *société anonyme*, ma analoghe disposizioni sono previste per la *société privée à responsabilité limitée*, agli artt. 292 e ss.

di omologazione giudiziale. Sono in ogni caso assunte a maggioranza semplice le decisioni relative ad atti conservativi e alla nomina dei mandatari¹⁵⁶.

Anche la legislazione lussemburghese, peraltro recentemente riformata, prevede che i portatori di titoli di una medesima emissione siano costituiti in una massa organizzata¹⁵⁷. Gli obbligazionisti, ovvero la società al momento dell'emissione, nominano uno o più rappresentanti, cui sono affidati una serie di compiti, tra cui l'esecuzione delle decisioni assunte dall'assemblea, il compimento di atti conservativi dei diritti degli obbligazionisti e la rappresentanza degli stessi nel fallimento e nelle procedure concorsuali¹⁵⁸. Le decisioni dell'assemblea, cui la legge attribuisce una serie di rilevanti competenze attraverso un'elencazione esaustiva¹⁵⁹, sono ordinariamente prese a maggioranza semplice dei voti espressi dai portatori dei titoli rappresentanti. Negli altri casi, affinché l'assemblea possa deliberare validamente occorre la presenza dei membri che rappresentino almeno la metà dell'ammontare dei titoli in circolazione. Qualora tale condizione non sia soddisfatta, è necessario convocare una nuova assemblea, che delibera a maggioranza dei due terzi dei voti espressi dai portatori dei titoli rappresentati¹⁶⁰.

Il diritto francese dedica numerose disposizioni alla disciplina dell'organizzazione degli obbligazionisti, prevedendo anzitutto che i portatori di obbligazioni di una stessa emissione siano raggruppati di diritto, per la tutela dei loro interessi comuni, in un'organizzazione che gode di personalità giuridica¹⁶¹. L'organizzazione della massa, nel diritto francese, è composta dall'assemblea dei portatori di titoli e da uno o più rappresentanti comuni, in numero non superiore a tre. Al rappresentante comune sono attribuiti ampi poteri, tra cui presiedere l'assemblea degli obbligazionisti, partecipare alle assemblee degli azionisti e, in generale, il potere di compiere a nome della massa tutti gli atti di gestione necessari per la tutela degli interessi comuni degli obbligazionisti. Possono rivestire il ruolo di rappresentanti della massa anche le persone giuridiche, sebbene il legislatore si preoccupi di elencare una serie di soggetti, essenzialmente in condizione di potenziale conflitto di interessi, ai quali l'incarico è precluso¹⁶². L'assemblea degli obbligazionisti ha una competenza

¹⁵⁶ CODE DES SOCIÉTÉS [C. SOC.] art. 574 (Belg.), cui corrisponde l'art. 297 per la *société privée à responsabilité limitée*.

¹⁵⁷ Loi du 10 août 1915, da ultimo modificata dalla Loi du 10 août 2016, art. 86.

¹⁵⁸ Loi du 10 août 1915, artt. 87 e 88.

¹⁵⁹ Loi du 10 août 1915, artt. 94-2. E sul punto cfr. P.R. WOOD, *International Loans, Bonds and Securities Regulation*, cit., 183.

¹⁶⁰ Loi du 10 août 1915, artt. 94-3.

¹⁶¹ Art. L 228-46, alinea 1 C. Com. Sull'organizzazione degli obbligazionisti nell'ordinamento francese cfr. M. COZIAN-A. VIANDIER-F. DEBOISSY, *Droit des sociétés*²⁶, cit., n. 1012, 513 s.; M. GERMAIN-V. MAGNIER, *Les sociétés commerciales*²¹, cit., n. 2398, 617 ss.

¹⁶² Così, a mente dell'art. L228-49 C. Com. non potranno essere scelti quali rappresentanti della massa: (i) la società debitrice; (ii) le società che possiedono almeno il 10% del capitale della

generale molto vasta, che comprende tutte le misure miranti ad assicurare la tutela degli obbligazionisti e l'esecuzione del contratto di prestito, nonché ogni proposta tesa a modificare il contratto¹⁶³, ma con le puntuali limitazioni inderogabili fissate dall'art. L. 228-68 C. Com¹⁶⁴. Con riferimento ai *quorum* costitutivi, si fa rinvio a quelli previsti per l'assemblea degli azionisti, mentre il *quorum* deliberativo è pari a due terzi dei voti di cui dispongono gli obbligazionisti presenti o rappresentati¹⁶⁵.

La legislazione tedesca in materia di obbligazioni è stata riformata nel 2009 e, come espressamente specificato, non trova applicazione con riferimento a obbligazioni emesse dal governo tedesco o da altri enti pubblici. Anche nell'ordinamento tedesco si prevede la nomina di un rappresentante comune, che può avvenire nel regolamento di emissione così come ad opera dell'assemblea, i cui poteri sono definiti all'atto della nomina. Il ruolo di rappresentante comune può essere rivestito da una persona fisica o giuridica. In presenza delle circostanze espressamente indicate dalla legge e sostanzialmente relative a potenziali situazioni di conflitto di interessi, è richiesta una forma di *disclosure* prima della nomina¹⁶⁶. Per quanto riguarda le decisioni degli obbligazionisti, la possibilità che la maggioranza di essi assumano decisioni vincolanti per la minoranza circa modifiche dei termini e delle condizioni del prestito deve essere espressamente contenuta nelle condizioni di emissione. La riunione in assemblea, peraltro, è solo eventuale, potendosi prevedere alternativamente anche il procedimento di voto senza assemblea (*Abstimmung ohne Versammlung*)¹⁶⁷. La disciplina del procedimento assembleare è dettagliatamente descritta dalla legge. In particolare, gli obbligazionisti possono adottare decisioni con il consenso della maggioranza semplice dei diritti di voto partecipanti al voto. Una maggioranza qualificata corrispondente ad almeno il 75% è, però, richiesta per le decisioni che modificano significativamente il contenuto delle condizioni e dei termini delle obbligazioni. Le condizioni del prestito possono elevare la maggioranza richiesta¹⁶⁸.

società debitrice o di cui questa possiede almeno il 10% del capitale; (iii) le società garanti in tutto o in parte degli impegni della società debitrice; (iv) i gestori, gli amministratori, i membri del consiglio di sorveglianza, i direttori generali, i revisori o i dipendenti delle società di cui ai punti da (i) a (iii), nonché i loro ascendenti discendenti e congiunti; (v) le persone alle quali è vietato l'esercizio della professione bancaria o che sono decadute dal diritto di dirigere, amministrare o gestire una società, a qualunque titolo.

¹⁶³ Cfr. Art. L. 228-65 C. com. La medesima disposizione elenca alcune specifiche competenze, sicuramente da intendersi come non esaustive. Sul punto cfr. G.F. CAMPOBASSO, *Gli strumenti di finanziamento: le obbligazioni*, cit., 248.

¹⁶⁴ L'assemblea non può aumentare gli oneri degli obbligazionisti, stabilire un trattamento ineguale tra gli obbligazionisti di una medesima serie, deliberare la conversione di obbligazioni in azioni. Per approfondimenti si veda *supra* Cap 1, par. 3.2.

¹⁶⁵ Cfr. Art. L. 228-65, alinea 2.

¹⁶⁶ Sec. 7 SchVg.

¹⁶⁷ Su cui cfr. Sec. 18.

¹⁶⁸ Sec. 5(4).

Anche il diritto portoghese prevede l'istituzione di un'organizzazione degli obbligazionisti nella consueta struttura dell'assemblea e del rappresentante comune. L'assemblea delibera a maggioranza dei voti espressi, sebbene le modificazioni delle condizioni del credito debbano essere approvate, nella prima data fissata, dalla metà dei voti corrispondenti a tutti gli obbligazionisti e, nella seconda data, da due terzi dei voti espressi¹⁶⁹. Oltre a deliberare sulle questioni per legge attribuite alla sua competenza o di interesse comune per gli obbligazionisti, l'assemblea può approvare un regolamento delle funzioni del rappresentante comune¹⁷⁰.

La disciplina del sindacato degli obbligazionisti di diritto spagnolo, di cui agli articoli 419 e seguenti della *Ley de Sociedades de Capital*¹⁷¹, ha subito recenti modifiche ad opera della *Ley 5/2015*. Una volta iscritto l'atto di emissione, il sindacato degli obbligazionisti risulterà costituito dagli acquirenti di obbligazioni via via che essi ricevono i titoli o vengono effettuate le annotazioni. E' previsto che, approvata l'emissione di obbligazioni, la società emittente provveda alla nomina di un commissario, il quale sarà rappresentante legale del sindacato degli obbligazionisti, nonché organo di relazione tra la società e gli obbligazionisti. Al commissario spetta la tutela dell'interesse comune degli obbligazionisti e, oltre ai poteri ad esso conferiti nel regolamento dell'emissione, avrà i poteri attribuiti dall'assemblea degli obbligazionisti. Sarà lo stesso commissario, inoltre, a stabilire il regolamento interno del sindacato, in conformità a quanto previsto nell'atto di emissione. L'assemblea degli obbligazionisti si presume autorizzata ad accordare quanto necessario alla migliore difesa degli interessi legittimi degli obbligazionisti nei confronti della società emittente¹⁷². La maggioranza richiesta per l'assunzione delle deliberazioni varia a seconda del contenuto della delibera; mentre è generalmente sufficiente la maggioranza assoluta dei voti espressi, in via di eccezione, la maggioranza richiesta ai fini delle modifiche al termine o alle condizioni di rimborso del valore nominale, della conversione o dello scambio è corrispondente ai due terzi delle obbligazioni in circolazione¹⁷³.

La legislazione svizzera prevede che, quando siano state emesse, direttamente o indirettamente, col mezzo di pubblica sottoscrizione, da un debitore avente il suo domicilio personale o d'affari nella Svizzera, delle obbligazioni di prestiti soggette a

¹⁶⁹ Código das Sociedades Comerciais, art. 355/7.

¹⁷⁰ Per quest'ultima attribuzione cfr. art. 359/5 del Código das Sociedades Comerciais. L'elenco delle competenze attribuite all'assemblea è invece contenuto nell'art. 355/4.

¹⁷¹ Ley de Sociedades de Capital (B.O.E. 2010,1).

¹⁷² Ley de Sociedades de Capital art. 424 (B.O.E. 2010,1). Caratteristica la previsione secondo cui ciascuna obbligazione conferisce all'obbligazionista un diritto di voto proporzionale al valore nominale non ammortizzato delle obbligazioni di cui è titolare; cfr. art. 424 *ter*.

¹⁷³ Ley de Sociedades de Capital art. 425.

condizioni uniformi, gli obbligazionisti formano di diritto una comunione¹⁷⁴. La relativa disciplina, tuttavia, non trova applicazione qualora si sia in presenza di prestiti pubblici, emessi dalla Confederazione, dai Cantoni o da altri enti. L'assemblea può nominare uno o più rappresentanti della comunione, cui sono conferiti poteri dalla legge, dalle condizioni del prestito, dall'assemblea degli obbligazionisti. Essa delibera con una maggioranza di almeno i due terzi del capitale in circolazione sulle decisioni previste all'art. 1170 del Codice delle Obbligazioni, tuttavia il numero dei voti richiesto può essere integrato entro due mesi presentando al presidente dell'assemblea dichiarazioni scritte di adesione. Si precisa, tuttavia, che nessun obbligazionista può essere tenuto, mediante deliberazione assembleare, a tollerare limitazioni ulteriori oltre a quelle previste dalla legge. E' inoltre previsto che le deliberazioni che limitano i diritti dei creditori debbano essere approvate dall'autorità cantonale. La legge svizzera, infine, stabilisce espressamente che i diritti attribuiti dalla legge alla comunione degli obbligazionisti e al suo rappresentante non possono essere né soppressi né menomati dalle condizioni del prestito o da pattuizioni speciali fra gli obbligazionisti ed il debitore, eccetto per la possibilità che le condizioni del prestito assoggettino a requisiti più rigorosi le deliberazioni dell'assemblea degli obbligazionisti¹⁷⁵.

A differenza delle legislazioni europee, negli ordinamenti di *common law* non si rinviene una disciplina dettagliata in materia di organizzazione degli obbligazionisti.

Nella pratica anglo-americana si fa comunemente ricorso alla figura del *trustee*, che rappresenta gli obbligazionisti¹⁷⁶. La nomina di un *trustee* può essere obbligatoriamente richiesta dalle legge o dai regolamenti di borsa, ma talvolta non lo è, come accade nell'ordinamento del Regno Unito.

In tale sistema giuridico, in particolare, la tecnica utilizzata è la designazione, ad opera della stessa società, di un *trustee* nel contratto di emissione (*trust deed*), il quale formalmente assume il ruolo di controparte della società nell'operazione di finanziamento. In tale veste, il *trustee* è legittimato ad esperire eventuali azioni cautelari ed esecutive nei confronti della società, sebbene gli obbligazionisti siano legittimati ad agire nei suoi confronti in caso di inerzia¹⁷⁷. Il compenso, i poteri,

¹⁷⁴ Obligationenrecht [OR]; Code des Obligations [CO], Codice delle obbligazioni [CO] Mar 30, 1911, RS 220, art. 1156 e ss.

¹⁷⁵ Cfr. Obligationenrecht [OR]; Code des Obligations [CO], Codice delle obbligazioni [CO] Mar 30, 1911, RS 220, art. 1186F.

¹⁷⁶ Nello schema classico del *trust*, la società emittente costituisce in proprietà a favore del *trustee* l'obbligo di pagare gli interessi e di rimborsare il capitale del prestito obbligazionario (c.d. *legal ownership*). Il *trustee* detiene il diritto in questione nell'interesse dei titolari delle obbligazioni (*for the benefit of the bondholders*), nei cui confronti diviene efficace in quanto richiamato nel regolamento del prestito; cfr. L. AUTUORI, *Artt. 2415–2420 c.c.*, cit., 211, nota 19. Per una più approfondita disamina della disciplina americana, si veda *infra*, Cap. III, par. 10.

¹⁷⁷ Sull'organizzazione degli obbligazionisti in Gran Bretagna si veda G.F. CAMPOBASSO, *Gli strumenti di finanziamento: le obbligazioni*, cit., 254 ss. Sulla figura del *trustee* nell'ambito delle

nonché le ipotesi di sostituzione del *trustee* sono definiti nel *trust deed*. Per quanto concerne le assemblee degli obbligazionisti, generalmente queste non sono legislativamente disciplinate negli ordinamenti di *common law*, ma previsioni in materia sono regolarmente contenute nei *trust deeds*¹⁷⁸.

Negli Stati Uniti e in Canada, nonostante la mancanza di previsioni legislative relative allo svolgimento dell'assemblea degli obbligazionisti, è comunque previsto che la società emittente sia tenuta a fornire una lista degli obbligazionisti che hanno lasciato il loro nome per tale finalità, spettando dunque agli obbligazionisti stessi coinvolgere gli altri¹⁷⁹.

La peculiarità del sistema giapponese, infine, risiede nella previsione legislativa di un *manager* del prestito obbligazionario, che è figura simile al *trustee* di diritto anglo-americano e, al contempo, in una disciplina dell'assemblea degli obbligazionisti per molti versi analoga alle legislazioni europee. Il *bond manager* (公平かつ誠実に), infatti, è indicato dalla società emittente e incaricato della ricezione dei pagamenti, della tutela dei diritti di credito nell'interesse degli obbligazionisti e del resto della gestione delle obbligazioni, sebbene tale obbligo non si applichi nei casi in cui l'ammontare di ciascuna obbligazione sia pari a 100.000.000 yen o superiore e in altri casi individuati dal Ministero della Giustizia, rispetto ai quali è improbabile che si configuri una compromissione della tutela degli obbligazionisti¹⁸⁰. L'assemblea degli obbligazionisti delibera sulle materie indicate dalla legge e su quelle correlate agli interessi degli obbligazionisti¹⁸¹. La maggioranza necessaria per l'approvazione di una delibera è quella corrispondente a più della metà dei votanti, sebbene maggioranze diverse siano previste in presenza di particolari deliberazioni¹⁸². È inoltre previsto che gli obbligazionisti possano nominare uno o più rappresentanti, cui affidare le decisioni che dovrebbero essere assunte in assemblea¹⁸³.

emissioni obbligazionarie, cfr. P.R. WOOD, *International Loans, Bonds and Securities Regulation*, cit., 169 ss; M.E. D'ORIO, *Un trust a garanzia di un prestito obbligazionario. Percorsi e tendenze nella dottrina sui trusts*, in *Giur. Comm.*, 1998, I, 241; G. FANTICINI, *I giudici europei di civil law e il trustee degli obbligazionisti*, in *Trusts e att. fid.*, 2009, 255 ss.; S. BRUNO, *Il ruolo del trustee nei prestiti obbligazionari: a proposito di una sentenza della House of Lords*, in *Trusts e att. fid.*, 2009, 525 ss.

¹⁷⁸ Riferimenti alla figura del *trustee* e al voto degli obbligazionisti sono contenute nella Section 750 del *Companies Act 2006*, disposizione relativa alla responsabilità del *trustee*. Sui poteri di modifica dell'assemblea nell'ordinamento inglese cfr. *supra* Cap. I, par. 3.2 e *infra* Cap. III, par. 9.

¹⁷⁹ Per l'ordinamento statunitense si veda Trust Indenture Act of 1939 § 312, 15 U.S.C. § 77111 (2012); per quello canadese Canada Business Corporations Act, R.S.C., 1985, c. C-44, Sec. 85. Sul punto cfr. P.R. WOOD, *International Loans, Bonds and Securities Regulation*, cit., 178.

¹⁸⁰ Companies Act, Law No. 86 of 2005, art. 702 (Japan).

¹⁸¹ Companies Act, Law No. 86 of 2005, art. 716 (Japan).

¹⁸² Companies Act, Law No. 86 of 2005, art. 724 (Japan). Il voto, peraltro, può essere espresso anche in modalità elettronica.

¹⁸³ Companies Act, Law No. 86 of 2005, art. 736 (Japan).

3. *La disciplina dell'organizzazione degli obbligazionisti. Profili rilevanti.*

Sulla scia della tradizione giuridica comune alla maggior parte delle legislazioni europee, anche nell'ordinamento italiano l'organizzazione degli obbligazionisti – così come disegnata dal legislatore del 1942 e nell'impianto confermato dalle successive modifiche che hanno interessato, seppur marginalmente, la disciplina¹⁸⁴ – è connotata dalla necessaria presenza di due organi: l'assemblea e il rappresentante comune.

A differenza di quanto avviene in altri ordinamenti¹⁸⁵, la legge non individua il momento di costituzione dell'organizzazione, che sembra comunque opportuno ricondurre alla sottoscrizione dei titoli¹⁸⁶. Corrispondentemente, l'organizzazione degli obbligazionisti verrà meno con l'estinzione di tutti i titoli di una determinata emissione¹⁸⁷.

Rispetto ad altri ordinamenti giuridici, la normativa dettata dal legislatore italiano e contenuta negli artt. 2415 e ss. c.c. appare piuttosto scarna, dovendo pertanto essere in larga parte colmata attraverso l'applicazione di norme dettate con riferimento ad altri istituti¹⁸⁸. Tale disciplina ha dato luogo nel tempo a vivaci contrasti interpretativi, di cui sarà dato conto nei paragrafi che seguono.

¹⁸⁴ Su cui cfr., *supra*, par. 1, note 151 e 152.

¹⁸⁵ Si consideri, ad esempio, quello spagnolo con la previsione contenuta nell'art. 419 della Ley de Sociedades de Capital (B.O.E. 2010,1), su cui cfr. *supra*, par. 2.

¹⁸⁶ In tal senso cfr. G.F. CAMPOBASSO, *L'organizzazione degli obbligazionisti*, cit., 493 s.; R. CAVALLO BORGIA, *Art. 2415 c.c.*, cit., 137; M. SARALE, *Le società per azioni. Obbligazioni*, cit., 338; D. PETTITI, *I titoli obbligazionari*, cit. 204 s., il quale però rileva che, nel caso in cui i titoli non siano stati ancora rilasciati, manchi la legittimazione dei sottoscrittori a far valere i diritti di obbligazionisti, nonché lo strumento tecnico per il funzionamento dell'organizzazione. Diversamente, ritengono che la costituzione dell'organizzazione vada ricondotta al momento dell'effettivo rilascio dei titoli L. BUTTARO, *Recensione a Domenico Pettiti, I titoli obbligazionari delle società per azioni*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 1965, I, 580 e, più di recente, G. PELLEGRINO, *L'organizzazione degli obbligazionisti*, cit., 49.

¹⁸⁷ In tal senso cfr. D. PETTITI, *I titoli obbligazionari*, cit., 205; G.F. CAMPOBASSO, *L'organizzazione degli obbligazionisti*, cit., 494; G. PELLEGRINO, *L'organizzazione degli obbligazionisti*, cit., 52.

¹⁸⁸ In parte espressamente richiamati dal legislatore, come è nel caso del rinvio alle disposizioni relative all'assemblea straordinaria dei soci contenuto nell'art. 2415, comma 2, c.c.

3.1. *Il conflitto di interessi e la “vendita del voto” nell’assemblea degli obbligazionisti.*

L’assemblea degli obbligazionisti è l’organo che riunisce la massa dei portatori di titoli, dotato di capacità deliberativa con riferimento a diverse materie di interesse comune per gli appartenenti alla categoria¹⁸⁹.

Con l’esclusione della società dalla partecipazione alle deliberazioni per le eventuali obbligazioni possedute, l’art. 2415, comma 4, c.c. provvede a risolvere espressamente uno dei più eclatanti casi di conflitto di interessi che potrebbero sorgere¹⁹⁰. La previsione, tuttavia, solleva taluni dubbi interpretativi rilevanti ai fini dell’oggetto della ricerca.

In primo luogo, occorre domandarsi se ai sensi dell’art. 2415, comma 4, c.c. debba considerarsi preclusa la sola partecipazione al voto della società, dovendosi comunque tener conto delle obbligazioni possedute dalla società nel computo dei *quorum* costitutivi e deliberativi¹⁹¹, ovvero se le obbligazioni possedute dalla società

¹⁸⁹ L’art. 2415, comma 1, c.c. delinea le competenze dell’assemblea degli obbligazionisti, che comprendono la possibilità di deliberare: (i) sulla nomina e sulla revoca del rappresentante comune; (ii) sulle modificazioni delle condizioni del prestito; (iii) sulla proposta di amministrazione controllata e di concordato; (iv) sulla costituzione di un fondo per le spese necessarie alla tutela dei comuni interessi e sul rendiconto relativo; (v) sugli altri oggetti di interesse comune degli obbligazionisti. Può, dunque, desumersi che la competenza dell’assemblea degli obbligazionisti incontra due limiti: uno è dato dall’interesse comune, quale criterio ricorrente nelle materie specificamente indicate dal legislatore e posto a fondamento del potere dell’assemblea, l’altro è quello sussistente laddove vengano in rilievo posizioni individuali che costituiscono proiezione di norme di ordine pubblico, quali diritto di partecipazione alle delibere, di voto e impugnativa, diritto alla parità di trattamento; cfr. D. PETTITI, *I titoli obbligazionari*, cit., 222 ss.

¹⁹⁰ In tal senso, cfr. G.F. CAMPOBASSO, *L’organizzazione degli obbligazionisti*, cit., 503, che pone in rilievo l’evidente situazione di conflitto di interessi in cui la società viene a trovarsi per la contestuale posizione di creditore e di debitore; G. MANZINI, *Le deliberazioni dell’assemblea degli obbligazionisti*, in *Riv. not.*, 1995, 577; A. COSTA, *Art. 2415 c.c.*, cit., 1079; G. DATI, *Art. 2415 c.c.*, ne *Il nuovo diritto delle società*, a cura di A. MAFFEI ALBERTI, II, Padova 2005, 1290. Cfr., altresì, G. PELLEGRINO, *L’organizzazione degli obbligazionisti*, cit., 85, la quale ritiene che la preclusione sia volta a impedire che la società possa indirizzare l’attività del gruppo nel proprio esclusivo interesse (di debitore) e a danno dell’interesse comune degli obbligazionisti. Cfr., inoltre, P. GRECO, *Lezioni di diritto commerciale, Impresa – Società – Titoli di credito. Nozioni generali sulla compravendita*, raccolte dai Dott. G. BERTO e G. ZAMBRUNO, Anni accademici 1941 – 1942, Torino, 232, per l’affermazione che la norma si spiegherebbe anche perché, non potendo nella stessa persona coesistere la veste di debitore e creditore ai sensi dell’art. 1253 c.c., il rapporto entra in stato di quiescenza finché perduri il possesso da parte della società.

¹⁹¹ In analogia a quanto previsto dall’art. 2357 *ter*, comma 2, c.c. con riferimento alle azioni proprie, ove si prevede che, pur essendo il diritto di voto sospeso, le azioni proprie sono computate ai fini del calcolo delle maggioranze e delle quote richieste per la costituzione e per le deliberazioni dell’assemblea. Nelle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, invece, ai sensi dell’art. 2368, comma 3, c.c. le azioni proprie sono computate ai fini della regolare costituzione dell’assemblea, ma non ai fini del calcolo della maggioranza e della quota di capitale richiesta per l’approvazione della deliberazione.

non concorrano neppure al raggiungimento dei prescritti *quorum*¹⁹². La dizione letterale della norma (“non può partecipare alle deliberazioni”) indurrebbe a propendere per quest’ultima soluzione, almeno con riferimento ai *quorum* deliberativi, giustificando anche la negazione di una partecipazione “indiretta”¹⁹³ della società all’adozione delle decisioni degli obbligazionisti. D’altro canto, l’esclusione del computo delle obbligazioni possedute dalla società dal *quorum* costitutivo e deliberativo¹⁹⁴ implicherebbe il rischio di temporanei acquisti di obbligazioni da parte della società al solo fine di ostacolare l’adozione di deliberazioni ad essa sfavorevoli. In considerazione del richiamo alla disciplina dell’assemblea straordinaria, contenuto nell’art. 2415, comma 3, c.c. la questione sollevata potrebbe essere risolta applicando, anche all’assemblea degli obbligazionisti, la disposizione di cui all’art. 2368, comma 3, c.c., computando dunque le obbligazioni possedute dalla società ai fini della regolare costituzione dell’assemblea e non ai fini del calcolo della maggioranza e della quota di capitale richiesta per l’approvazione della deliberazione¹⁹⁵.

In secondo luogo è opportuno approfondire se la *ratio* della norma debba sempre ricondursi alla prevenzione di ipotesi di conflitto di interessi ovvero se, in alcuni casi, possa essere individuata una finalità diversa e ulteriore. È indubitabile la sussistenza di un potenziale conflitto di interessi della società emittente con riferimento ad alcune proposte sottoposte al voto dell’assemblea degli obbligazionisti rispetto alle quali essa è destinata ad assumere il ruolo di “controparte”, quali quelle relative alle modificazioni delle condizioni del prestito o alla proposta di concordato¹⁹⁶. Diversa, tuttavia, è l’ipotesi delle deliberazioni che assumono un rilievo meramente organizzativo, quali quelle relative alla nomina e alla revoca del rappresentante comune o alla costituzione di un fondo per le spese necessarie alla tutela dei comuni interessi o altre decisioni, pur sempre di carattere organizzativo, che potrebbero rientrare in quelle relative ad altri oggetti di interesse comune degli obbligazionisti. In questi casi, in effetti, la scelta di privare la società emittente della partecipazione al voto potrebbe essere ricondotta non già alla sussistenza di un

¹⁹² In tal senso, cfr. A.G. PLATANIA-F. PLATANIA, *Art. 2415 c.c.*, in AA. VV., *Società per azioni², Obbligazioni, deposito, Iscrizione e pubblicazione delle modificazioni, Recesso, Operazioni sul capitale*, ne *La Riforma del diritto societario*, a cura di G. LO CASCIO, Milano, 2007, 72 s.

¹⁹³ Cioè anche attraverso il contributo al raggiungimento dei *quorum*.

¹⁹⁴ Nel caso in cui questo, come avviene nell’ipotesi di prima convocazione di assemblea di società chiusa ai sensi dell’art. 2368, comma 2, c.c., sia rapportato al capitale e non al capitale rappresentato in assemblea.

¹⁹⁵ Cfr. G. DATI, *Art. 2415 c.c.*, cit., 1290.

¹⁹⁶ Analogamente G. DOMENICHINI, *Il conflitto di interessi nella delibera degli obbligazionisti sulla proposta di concordato*, nota a Trib. Milano, Sez. spec. in materia di impresa B, 12 febbraio 2014 (ord.), cit., 830.

interesse proprio in conflitto con quello degli obbligazionisti¹⁹⁷, bensì alla mancanza di interesse al voto della società emittente¹⁹⁸.

L'art. 2415, comma 4, c.c., inoltre, offre lo spunto per esaminare un tema più ampio, in parte già accennato, quello della portata e della rilevanza del conflitto di interessi nell'assemblea degli obbligazionisti¹⁹⁹. Come si è avuto modo di rilevare, la circostanza che la previsione in esame disciplini esclusivamente l'ipotesi della titolarità di obbligazioni in capo alla società emittente non preclude l'applicazione di principi analoghi anche ad ipotesi simili, tra cui quella del conflitto di interessi dell'azionista di maggioranza che al contempo sia titolare di obbligazioni²⁰⁰.

La rilevanza del conflitto di interessi, infatti, è riconducibile a un principio generale desumibile da una serie di disposizioni del diritto societario, quali l'art. 2373, comma 1 e l'art. 2479-ter, comma 2, c.c., relative rispettivamente all'assemblea dei

¹⁹⁷ Il potenziale conflitto di interessi che potrebbe delinearci in occasione della nomina del rappresentante comune è, in effetti, già risolto dall'art. 2417, comma 1, secondo periodo, c.c., che esclude che possano essere nominati rappresentanti comuni gli amministratori, i sindaci, i dipendenti della società debitrice e coloro che si trovano nelle condizioni indicate nell'articolo 2399, su cui cfr. F. GALGANO, *Repliche in tema di società personali, principio di maggioranza e collegialità*, in *Riv. dir. civ.*, 1964, I, 223 ss., nota 59.

¹⁹⁸ L'abuso della deliberazione si manifesta attraverso le categorie del conflitto di interessi e della mancanza di interesse al voto: entrambe le ipotesi si pongono in violazione del principio di correttezza nell'espressione del voto. In particolare, il conflitto di interessi si verifica allorché il votante abbia un interesse personale in contrasto con l'interesse comune, potendo così pregiudicare l'interesse comune. Ma il pregiudizio all'interesse comune può anche derivare dalla mancanza, in capo al votante, di un effettivo interesse al voto e dunque al perseguimento dell'interesse comune. L'indifferenza all'interesse comune integra, infatti, il rischio dell'esercizio emulativo del voto; Cfr. F. DI MARZIO, *Il diritto negoziale della crisi d'impresa*, Milano, 2011, 261 s. e ID., "Contratto" e "deliberazione" nella gestione della crisi di impresa, in *Autonomia negoziale e crisi di impresa*, a cura di F. Di Marzio-F. Macario, Milano, 2010, 113 s.

¹⁹⁹ Cfr. *supra*, Cap. I par. 5.1.

²⁰⁰ Sul punto, cfr. D. PETTITI, *I titoli obbligazionari*, cit., 242, testo e nota 9; G. FRÈ, *Art. 2415 c.c.*, cit., 614; G.F. CAMPOBASSO, *L'organizzazione degli obbligazionisti*, cit., 503 s.; N. DE LUCA-A. STAGNO D'ALCONTRES, *Obbligazioni di società*, cit., 836; ASSOCIAZIONE DISIANO PREITE, *Il diritto delle società*⁴, cit., 129; A. COSTA, *Art. 2415 c.c.*, cit., 1078 s.; V. COLUSSI, voce *Obbligazioni di Società*, *Enciclopedia Giuridica Treccani*, Roma, 1991, 6, il quale, tuttavia, richiamando il previgente art. 2373 c.c., riteneva applicabile all'assemblea degli obbligazionisti il solo il comma 1, sull'obbligo di astensione dal voto del socio in conflitto di interessi e non il comma 2, relativo all'invalidità della delibera. La delibera assunta con il voto determinante di obbligazionisti in conflitto di interessi dovrebbe ritenersi annullabile; così A.G. PLATANIA-F. PLATANIA, *Art. 2416 c.c.*, in AA. VV., *Società per azioni*², cit., 84 s.; E. CODAZZI, *Art. 2415 c.c.*, in *Commentario delle società*, a cura di G. Grippo, Tomo I, Artt. 2247-2435-bis, Torino, 2009, 713. *Contra* Trib. Milano, 18 settembre 1989, in *Giur. Comm.*, II, 507, con nota di S. GALLI, *Osservazioni in tema di modificazioni del prestito obbligazionario*, sentenza che considera irrilevante la partecipazione alle deliberazioni dell'assemblea degli obbligazionisti dei soci, siano essi quelli della società emittente del prestito obbligazionario, siano quelli di una società controllante. Analogamente Trib. Mantova, 15 novembre 2010, in *Giur. mer.*, 2011, 1855 ss., con nota di V. SANGIOVANNI, *Sulla necessità di nomina del rappresentante comune*, chiarisce che la legge non vieta agli azionisti che siano anche obbligazionisti di partecipare alle delibere dell'assemblea degli obbligazionisti.

soci di società per azioni e di società a responsabilità limitata, nonché l'art. 2475-ter, comma 2, c.c. sulle decisioni del consiglio di amministrazione di società a responsabilità limitata²⁰¹.

La ricorrenza di un interesse in conflitto con quello della società, che accomuna le ipotesi richiamate, deve essere riferita, nel caso della deliberazione dell'assemblea degli obbligazionisti, a un interesse estraneo dell'obbligazionista, che si ponga in conflitto con quello della collettività degli obbligazionisti²⁰².

Ciò non implica che la coesistenza della posizione di azionista di maggioranza e obbligazionista integri inevitabilmente una situazione di conflitto di interessi, essendo necessario verificare l'esistenza dei presupposti della fattispecie, ravvisabili nella sussistenza di un interesse personale dell'obbligazionista in conflitto con quello della collettività degli obbligazionisti, nell'essere stato il suo voto determinante per l'approvazione della deliberazione e nella prova del danno, quanto meno potenziale, all'interesse comune degli obbligazionisti.

V'è inoltre da chiedersi se, muovendo da un'interpretazione più ampia dell'art. 2415, comma 4, c.c. sia possibile prevenire pericolosi meccanismi elusivi di cui vi è traccia in altri ordinamenti²⁰³. Si fa riferimento, in particolare, all'ipotesi in cui la

²⁰¹ In questi termini cfr. Trib. Milano, Sez. spec. in materia di impresa B, 12 febbraio 2014 (ord.), cit. Per una ricostruzione del caso esaminato dalla pronuncia, cfr. *supra* Cap. I, par. 5.1, nota 93. Ma si veda G. DOMENICHINI, *Il conflitto di interessi nella delibera degli obbligazionisti sulla proposta di concordato*, cit., 829, per l'affermazione secondo cui, in realtà, il rilievo del conflitto di interessi nel voto deve considerarsi sussistente nell'ambito di ogni collettività caratterizzata da una comunanza di interessi, ove trovi applicazione il principio di maggioranza.

²⁰² Inteso in questa sede come "qualsiasi interesse comune degli obbligazionisti", cfr. G. DOMENICHINI, *Il conflitto di interessi nella delibera degli obbligazionisti sulla proposta di concordato*, cit., 831. In altre parole, non si dovrebbe fare riferimento a una valutazione di merito sulla scelta preferibile per la collettività degli obbligazionisti, ma sulle molteplici possibili scelte rientranti nella discrezionalità degli obbligazionisti; in tal senso, con riferimento però ai soci e all'interesse sociale, cfr. P.J. JAEGER, *Ammissibilità e limiti dell'accordo di « cessione » del voto in cambio di « corrispettivo » (con considerazioni in merito alla c.d. « vendita del voto »)*, nota a Cass. Civ., 22 ottobre 1996, n. 9191, in *Giur. comm.*, 1997, II, 246.

²⁰³ Negli Stati Uniti le obbligazioni possedute dalla società sono definite *treasury bonds*. Generalmente l'*indenture* contiene una previsione sovrapponibile a quella di cui all'art. 2415, comma 4, c.c., ossia un divieto di esercizio del voto da parte della società per le obbligazioni possedute. Tale divieto è venuto in rilievo nel celebre caso *Katz v. Oak Indus. Inc.*, 508 A.2d 873, (Del. Ch. 1986), avente ad oggetto un'operazione di *dual tender offer/consent solicitation*, caratterizzata da un'offerta dell'emittente rivolta a tutte o a parte delle obbligazioni in circolazione e condizionata al voto favorevole degli obbligazionisti aderenti, nonché all'approvazione da parte di una specifica maggioranza. In questo caso la Corte del Delaware ha sostenuto la legittimità dell'operazione, affermando che "[t]he evident purpose of the restriction on the voting of treasury securities is to afford protection against the issuer voting as a bondholder in favor of modifications that would benefit it as issuer, even though such changes would be detrimental to bondholders. But the linking of the exchange offer and the consent solicitation does not involve the risk that bondholder interests will be affected by a vote involving anyone with a financial interest in the subject of the vote other than a bondholder's interest. That the consent is to be given concurrently with the transfer of the bond to the

società emittente, che pure non possieda obbligazioni, offra la corresponsione di un importo agli obbligazionisti titolari del diritto di voto affinché esprimano il loro consenso ai fini dell'approvazione di deliberazioni favorevoli all'emittente, ad esempio la riduzione delle garanzie previste dalle condizioni del prestito obbligazionario²⁰⁴. Con un'efficace espressione di sintesi la fattispecie può essere identificata dalla locuzione "vendita del voto", pur con la precisazione che non si tratta in realtà di un contratto traslativo di compravendita del diritto di voto, la cui titolarità rimane in capo all'obbligazionista che lo esercita, bensì di un patto con cui l'obbligazionista assume, dietro corrispettivo, un impegno di *facere*, ossia di votare in conformità alle istruzioni ricevute²⁰⁵.

Giova, anzitutto, richiamare che, a differenza di altri²⁰⁶, il nostro ordinamento giuridico non disciplina espressamente la fattispecie in ambito societario, essendo

issuer does not in any sense create the kind of conflict of interest that the indenture's prohibition on voting treasury securities contemplates. Not only will the proposed consents be granted or withheld only by those with a financial interest to maximize the return on their investment in Oak's bonds, but the incentive to consent is equally available to all members of each class of bondholders. Thus the "vote" implied by the consent solicitation is not affected in any sense by those with a financial conflict of interest".

²⁰⁴ Il riferimento è principalmente alla c.d. *consent solicitation*, tecnica attraverso cui l'emittente offre agli obbligazionisti un corrispettivo in cambio del voto favorevole rispetto a una proposta di modifica delle condizioni del prestito obbligazionario, di recente ammessa nel diritto inglese (cfr. Azevedo and another v. Imcopa Importação, Exportação E Indústria De Oleos Ltda and others [2013] EWCA Civ 364, su cui si veda *amplius infra*, Cap. III, par. 9). La pratica è stata ritenuta legittima anche dalla giurisprudenza americana nel noto *leading case* Kass v. Eastern Air Lines, Inc., in *Del. J. Corp. L.* (Del. Ch. 1986), 1074 ss., concludendosi che "[e]ach holder is offered the opportunity to accept or reject the consideration offered. Each will continue to own bonds and thus each has an economic incentive of the same kind to evaluate the question whether any threat to the value of his or her bonds posed by the amendment is more or less valuable than the consideration offered for his or her consent. I recognize the ways in which the structure of the consent payment complicates that choice and increases the risk of withholding consent. But, even if one chooses to characterize that deliberate increase in risk as "coercive" (a murky concept of limited analytical utility), I cannot conclude that it is wrongfully so on this record" (*ivi*, 1082).

²⁰⁵ Cfr. F. SPORTA CAPUTI, *Acconti di liquidazione e liceità della cd. « vendita del voto »*, nota a Cass., 31 agosto 2005, n. 17585, in *Società*, 2006, 865. La prospettazione di un compenso per l'esercizio del voto potrebbe, altresì, atteggiarsi anche solo come un contratto con obbligazioni per il solo proponente, con cui la società emittente formuli una promessa unilaterale di attribuire determinati vantaggi a coloro i quali esprimano un voto favorevole, sospensivamente condizionata all'assunzione della deliberazione; cfr. E. DEL PRATO, *Voto contro compenso*, in *Nuova giur. civ.*, 2015, 171.

²⁰⁶ Nel sistema tedesco, con specifico riferimento all'assemblea degli obbligazionisti, è peculiare la previsione che proibisce espressamente di offrire, promettere o garantire utilità alcuna quale contropartita a una persona legittimata al fine di votare, di non votare ovvero di votare in un modo particolare. Corrispondentemente, nessuna persona legittimata al voto può accettare una promessa di un'utilità o accettare un'utilità in relazione all'esercizio (ovvero al non esercizio) del diritto di voto; cfr. Sec. 6(3) SchVg. Altri ordinamenti contemplano il divieto di vendita del voto; per un quadro di diritto comparato cfr. P.J. JAEGER, *Ammissibilità e limiti dell'accordo di « cessione » del voto in cambio di « corrispettivo » (con considerazioni in merito alla c.d. « vendita del voto »)*, cit.,

soltanto rinvenibili alcune disposizioni di natura penale applicabili nel contesto delle procedure concorsuali²⁰⁷.

L'ammissibilità della vendita del voto è stata vagliata, in termini più generali, nel diverso contesto delle assemblee dei soci, giungendosi anche a conclusioni favorevoli alla legittimità della stessa²⁰⁸. Tuttavia, molti degli argomenti spesi per sostenere la liceità o, al contrario, l'illiceità della vendita del voto in relazione all'assemblea dei soci non trovano corrispondenza con riferimento all'assemblea degli obbligazionisti o possono dirsi superati, in chiave sistematica, alla luce dell'evoluzione legislativa e, dunque, mal si prestano ad essere utilmente richiamati nel caso in esame²⁰⁹.

Nell'ipotesi del voto degli obbligazionisti sovvenzionato dalla società emittente, infatti, il fenomeno presenta caratteristiche in parte diverse e del tutto peculiari²¹⁰. La questione solleva, in particolare, due criticità: da una parte, quella relativa al conflitto

243 ss.; ID., *Il problema delle convenzioni di voto*, in *Giur. Comm.*, 1989, I, 250, nota 156; F. SPORTA CAPUTI, *Acconti di liquidazione e liceità della cd. « vendita del voto »*, cit., 865, nota 39.

²⁰⁷ Si veda l'art. 233 L. Fall., che sotto la rubrica "mercato di voto" sanziona, oltre al fallito, il creditore che stipula col fallito o con altri nell'interesse del fallito vantaggi a proprio favore per dare il suo voto nel concordato o nelle deliberazioni del comitato dei creditori, nonché l'art. 236 L. Fall., che estende l'ambito di applicazione della disposizione al concordato preventivo. Alla luce di tali norme potrebbe dubitarsi, in ogni caso, della compatibilità della vendita del voto in relazione alla deliberazione degli obbligazionisti sulla proposta di concordato; cfr. D. SEMEGHINI, *Ristrutturazioni del debito e offerte coercitive nella prassi anglo-americana*, in *Nuovo dir. soc.*, 2013, 50.

²⁰⁸ Per una sintesi delle contrastanti posizioni cfr., da ultimo, G.F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale 2. Diritto delle società*⁹, a cura di M. CAMPOBASSO, Torino, 2015, 341, testo e nota 92.

²⁰⁹ La legittimità della vendita del voto nel contesto dell'assemblea dei soci, in effetti, è stata spesso affrontata in relazione al tema delle convenzioni di voto ovvero a quello delle obbligazioni fiduciarie dei soci. Altre argomentazioni sovente richiamate per negare la liceità della vendita del voto sono quelle relative all'inderogabilità del metodo assembleare nella società per azioni, alla necessaria correlazione tra rischio e potere, all'immoralità della pratica, alla sussistenza di un conflitto di interessi *ex art.* 2373 c.c.; per una disamina degli orientamenti nella dottrina italiana cfr. P.J. JAEGER, *Ammissibilità e limiti dell'accordo di « cessione » del voto in cambio di « corrispettivo » (con considerazioni in merito alla c.d. « vendita del voto »)*, cit., 245 s. e F. SPORTA CAPUTI, *Acconti di liquidazione e liceità della cd. « vendita del voto »*, cit., 865 ss. In giurisprudenza cfr. Cass. Civ., 22 ottobre 1996, n. 9191, cit. e Cass. Civ., 31 agosto 2005, n. 17585, cit., peraltro relative al medesimo caso di specie. Pur non affrontando esplicitamente il tema della liceità della vendita del voto, la prima decisione adotta una posizione permissiva, mentre la seconda conclude in senso negativo alla luce del contrasto della convenzione esaminata con norme imperative, ossia quelle in materia di distribuzione di acconti di liquidazione.

²¹⁰ Sul tema, affrontato con specifico riferimento all'assemblea degli obbligazionisti, si veda il parere reso da E. DEL PRATO, *Voto contro compenso*, cit., 167 ss., il quale conclude che un accordo tra società e obbligazionista, in base al quale sia previsto un compenso a fronte di un voto, non sia contrario a norme imperative. Ad avviso dell'Autore, la convenzione sull'esercizio del voto, contenuta nell'avviso di convocazione dell'assemblea degli obbligazionisti, dovrebbe limitarsi a prospettare il conseguimento di vantaggi a quanti votassero a favore della proposta e la stessa fosse approvata. Cfr, inoltre, D. SEMEGHINI, *Ristrutturazioni del debito e offerte coercitive nella prassi anglo-americana*, cit., 49 ss.

di interessi della società emittente, dall'altra, quella dell'alterazione dell'indipendenza di giudizio degli obbligazionisti.

Anzitutto, dal punto di vista soggettivo, in questa particolare fattispecie si riscontra la coincidenza tra società e offerente del corrispettivo per l'“acquisto” del voto. Tale circostanza stride visibilmente con sistemi e principi propri del diritto societario, a partire dalla previsione di distinti organi sociali, ciascuno dotato di particolari funzioni, fino a disposizioni più specifiche, quali quelle che, in ossequio alla finalità di evitare il conseguimento di una posizione di vantaggio degli amministratori e del gruppo di comando²¹¹, prevedono la sterilizzazione del voto per i titoli detenuti dalla società.

L'attribuzione di un corrispettivo per l'espressione di un determinato voto sembrerebbe integrare, peraltro, una fattispecie elusiva del divieto di partecipazione al voto per le obbligazioni detenute dalla società imposto dall'art. 2415, comma 4, c.c.: non potendo partecipare direttamente al voto e determinarne il risultato a seguito dell'acquisto delle obbligazioni, la società voterebbe infatti indirettamente, “acquistando” il voto di altri titolari di obbligazioni.

A sostegno dell'opzione interpretativa contraria all'ammissibilità della vendita del voto nell'assemblea degli obbligazionisti, si consideri inoltre l'interesse comune quale criterio che ispira e permea l'intera disciplina dell'organizzazione degli obbligazionisti, contribuendo a delimitarne anche i limiti. È di immediata evidenza che una deliberazione che rispondesse all'interesse dell'emittente, nonché al profitto individuale di una parte di obbligazionisti, a scapito dell'interesse della categoria nel suo complesso si porrebbe in contrasto con i principi di fondo della disciplina.

Al di là dell'eventuale contrasto col disposto di cui all'art. 2415, comma 4, c.c., infine, il voto dietro corrispettivo degli obbligazionisti potrebbe essere ricondotto alla più generale disciplina del conflitto di interessi, che renderebbe invalida la deliberazione assunta²¹².

A tali argomentazioni, che parrebbero orientare verso l'illegittimità della vendita del voto nell'assemblea degli obbligazionisti, si contrappongono, tuttavia, altrettante obiezioni.

In primis, è opportuno muovere dalla natura del rapporto intercorrente tra società emittente e obbligazionisti, che, sebbene impostato in larga parte secondo le dinamiche del diritto societario, rimane pur sempre un rapporto di credito. Nell'ambito

²¹¹ Cfr. G.F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale 2. Diritto delle società*⁹, cit., 245.

²¹² Si veda P.J. JAEGER, *Ammissibilità e limiti dell'accordo di « cessione » del voto in cambio di « corrispettivo » (con considerazioni in merito alla c.d. « vendita del voto »)*, cit., 246, il quale, pur nel diverso contesto della assemblea dei soci, ritiene che l'illiceità del fenomeno della vendita del voto vada riferita direttamente alla previsione di cui all'art. 2373 c.c., traendone anche l'invalidità dell'accordo per mancanza di causa. *Contra* F. SPORTA CAPUTI, *Acconti di liquidazione e liceità della cd. « vendita del voto »*, cit., 868.

di un rapporto tra debitore e creditore, un patto con cui si preveda la corresponsione da parte dell'uno di un'utilità che funga da incentivo all'altro ai fini dell'accettazione di una modifica delle originarie condizioni contrattuali non appare rivestire carattere di illiceità, rientrando nella sfera dell'esplicazione dell'autonomia negoziale delle parti. Nella medesima prospettiva, non sembra astrattamente inammissibile che, nel rapporto negoziale sussistente tra società emittente e obbligazionisti, la prima offra ai secondi un corrispettivo per indurre costoro a votare a favore di modifiche all'originario regolamento contrattuale.

Inoltre, occorre approfondire se il voto esercitato dalla società emittente – vietato ai sensi dell'art. 2415, comma 4, c.c. – e il voto esercitato dalla società solo indirettamente – ossia attraverso la corresponsione di un importo agli obbligazionisti – rappresentino realmente due fattispecie coincidenti sul piano degli effetti e delle conseguenze. Soltanto in questo caso, infatti, potrebbe dirsi che la vendita del voto sia fenomeno elusivo del divieto di partecipazione al voto per le obbligazioni della società. Al fine di sciogliere questo nodo si possono ipotizzare due casi, il primo esemplificativo del voto su una modifica delle condizioni del prestito obbligazionario che gioverebbe alla sola società emittente, il secondo relativo a un'operazione vantaggiosa per entrambe le parti.

Si ipotizzi che, in conformità alle condizioni del prestito obbligazionario convenute in sede di emissione, la società emittente abbia assunto l'impegno di pagare agli obbligazionisti interessi annuali di importo molto elevato. Se alla società emittente fosse consentito di votare per le obbligazioni proprie, essa potrebbe acquistare un ammontare di obbligazioni tale da ottenere la maggioranza necessaria in assemblea e votare a favore di una modifica delle condizioni del prestito consistente in una riduzione del 50% degli interessi annuali dovuti, anche in assenza di presupposti che giustificano tale riduzione. Si supponga, però, che, in presenza di un divieto di voto per le obbligazioni proprie, la società emittente per ottenere lo stesso risultato debba offrire un corrispettivo agli obbligazionisti disposti a votare in senso favorevole alla riduzione degli interessi e che, nel rispetto della parità di trattamento, debba formulare l'offerta nei confronti di tutti gli obbligazionisti. Assumendo che non vi siano distorsioni o condizionamenti legati ad altri fattori, gli obbligazionisti, complessivamente considerati, avranno un incentivo ad accettare la proposta dell'emittente solo a condizione che il corrispettivo offerto per accettare la modifica peggiorativa sia almeno pari alla somma a cui dovrebbero rinunciare. La società emittente, pertanto, non conseguendo alcun risparmio, non avrà alcun interesse a formulare la proposta²¹³.

²¹³ Nella letteratura americana, in realtà, è stato messo in luce l'effetto coercitivo della tecnica in esame, che si verifica nel caso in cui la società emittente offra un corrispettivo non conveniente in cambio del voto favorevole degli obbligazionisti sulle deliberazioni di approvazione di modifiche

Si pensi ora al caso in cui la società emittente intenda effettuare un investimento che assicurerebbe un risultato utile di ammontare ingente, ma per farlo necessita di una proroga della scadenza del prestito obbligazionario di un anno. Qualora alla società fosse permesso di votare per le obbligazioni detenute, essa potrebbe riacquistare sul mercato l'ammontare di obbligazioni sufficiente ad approvare la dilazione e, ad esito dell'investimento, ottenere per sé l'intero guadagno conseguito. In presenza del divieto di voto per le obbligazioni proprie, tuttavia, la società potrebbe indurre gli obbligazionisti a votare a favore della proroga della scadenza del prestito solo garantendo loro una contropartita, ad esempio destinando una parte del risultato dell'investimento quale corrispettivo per il voto favorevole.

Gli esempi proposti dimostrano che, in ipotesi di mercati efficienti, l'esercizio del voto per le obbligazioni possedute da parte della società emittente e il pagamento di un corrispettivo affinché lo stesso voto sia espresso dagli obbligazionisti non rappresentano affatto fattispecie equivalenti. Mentre nel primo caso il divieto appare pienamente giustificato dalla necessità di prevenire comportamenti opportunistici da parte della società emittente in danno agli obbligazionisti, il secondo caso si inserisce

peggiorative delle condizioni del prestito. Al di là della valutazione circa l'adeguatezza del corrispettivo offerto, infatti, il singolo obbligazionista avrebbe sempre un incentivo a esprimere voto favorevole alla proposta: (i) nel caso in cui la deliberazione fosse approvata dalla maggioranza degli obbligazionisti, infatti, subirebbe la modifica peggiorativa, mitigandola almeno in parte con la percezione del corrispettivo; (ii) nel caso in cui la proposta non fosse approvata, invece, egli avrebbe comunque beneficiato del corrispettivo. Ragionando in questo modo, tutti gli obbligazionisti potrebbero votare a favore di una proposta nel complesso svantaggiosa; cfr. Z. GOSHEN, *Controlling Strategic Voting: Property Rule or Liability Rule?*, in *S. Cal. L. Rev.*, 1997, 788 s., testo e nota 114; D. SEMEGHINI, *Ristrutturazioni del debito e offerte coercitive nella prassi anglo-americana*, cit., 30 s. L'effetto coercitivo riscontrato, tuttavia, può essere neutralizzato alla stregua di alcuni correttivi. Anzitutto, il problema potrebbe considerarsi fortemente ridimensionato in uno scenario, quale quello italiano, caratterizzato dalla prevalente presenza di investitori istituzionali tra i detentori di obbligazioni *corporate*, i quali ben potrebbero coalizzarsi elaborando una strategia comune e assicurando il raggiungimento della maggioranza dei voti solo in presenza di un'offerta adeguata. Inoltre, sarebbe opportuna una valorizzazione del ruolo del rappresentante comune, il quale, interloquendo con la società emittente prima della formulazione della proposta di modifica, consentirebbe di escludere *ex ante* che all'assemblea degli obbligazionisti fossero sottoposte proposte svantaggiose o, *ex post*, potrebbe coordinare e indirizzare il voto degli obbligazionisti verso la scelta preferibile. Sotto il profilo tecnico, poi, l'offerta di un corrispettivo da parte della società dovrebbe essere subordinata, oltre che al voto favorevole, anche all'approvazione della proposta, in modo che al singolo obbligazionista sia garantita fin dall'inizio la libertà di scelta (in tal senso, cfr. E. DEL PRATO, *Voto contro compenso*, cit., 171). In realtà, l'efficacia di tale correttivo potrebbe rivelarsi incompleta, in quanto, sebbene consenta di escludere l'incentivo dell'obbligazionista a esprimere voto favorevole pur confidando nel rigetto della proposta (*supra sub* (ii)), rimane il fatto che il timore che la proposta sia approvata dalla maggioranza degli obbligazionisti potrebbe ugualmente indurlo a votare a favore di una proposta svantaggiosa per ottenere almeno il corrispettivo (*supra sub* (i)). Al fine di escludere ogni possibile alterazione nel giudizio degli obbligazionisti circa la convenienza della proposta, dunque, sarebbe preferibile che la società emittente offrisse un corrispettivo globale in caso di esito favorevole della deliberazione, da ripartire eventualmente tra tutti gli obbligazionisti votanti e indipendentemente dal voto espresso.

nel normale sviluppo della dinamica contrattuale che coinvolge debitore e creditore. Sebbene la proposta di modifica delle condizioni del prestito obbligazionario, nelle esemplificazioni formulate, sia la medesima, il corrispettivo offerto agli obbligazionisti per esprimere il voto favorevole diventa dirimente nell'apprezzamento della bontà della proposta e nella selezione delle proposte accettabili.

La *consent fee* inciderà, altresì, sulla valutazione della conformità della delibera all'interesse comune. Una modifica peggiorativa delle condizioni del prestito obbligazionario – quale una proroga della scadenza – che potrebbe apparire, isolatamente considerata, non giustificata dall'interesse comune, sarà pienamente compatibile con esso se compensata da un corrispettivo adeguato, alla stregua di una valutazione rimessa all'assemblea degli obbligazionisti.

Né parrebbe, come pure è stato osservato, che l'ammissibilità della vendita del voto nell'assemblea degli obbligazionisti contrasti con il necessario rispetto del principio di parità di trattamento, che informa la disciplina dell'organizzazione degli obbligazionisti²¹⁴. La parità di trattamento sarà, infatti, assicurata a monte, dovendo l'offerta della società emittente essere rivolta a tutti gli obbligazionisti. Il corrispettivo sarà eventualmente corrisposto solo agli obbligazionisti favorevoli alla modifica, ma sarà questo il risultato della libera scelta di ciascuno²¹⁵.

Escluso il “corto circuito” dell'ordinamento rispetto alla previsione di cui all'art. 2415, comma 4, c.c., occorre valutare se il pagamento di un corrispettivo da parte della società emittente per il voto integri un'ipotesi di conflitto di interessi, che, laddove ne ricorressero i presupposti, implicherebbe l'annullabilità della deliberazione.

In astratto, può reputarsi ravvisabile un interesse personale dell'obbligazionista nella percezione di un corrispettivo per il voto; interesse che, se fosse percepito solo dagli obbligazionisti che avessero espresso un voto favorevole alla deliberazione, potrebbe altresì ritenersi estraneo all'interesse di gruppo. È necessario, tuttavia, acclarare se l'interesse personale dell'obbligazionista si ponga in conflitto con quello

²¹⁴ Il principio è contenuto nell'art. 92, comma 1, TUF nei seguenti termini: “Gli emittenti quotati e gli emittenti quotati aventi l'Italia come Stato membro d'origine assicurano il medesimo trattamento a tutti i portatori degli strumenti finanziari quotati che si trovino in identiche condizioni”. Il medesimo principio di parità di trattamento tra obbligazionisti, è, peraltro, da ritenersi applicabile anche a prescindere dalla quotazione; cfr., tra gli altri, G.F. CAMPOBASSO, *L'organizzazione degli obbligazionisti*, cit., 495. Sulla parità di trattamento tra obbligazionisti in caso di modificazioni delle condizioni del prestito già T. ASCARELLI, *Problemi in tema di titoli obbligazionari*, in *Studi in tema di società*, Milano, 1952, 302, nota 13; D. PETTITI, *I titoli obbligazionari*, cit., 227.

²¹⁵ A una conclusione simile sembra pervenire D. SEMEGHINI, *Ristrutturazioni del debito e offerte coercitive nella prassi anglo-americana*, cit., 50 s., nota 64.

della collettività degli obbligazionisti e, inoltre, se la deliberazione rechi un danno, anche solo potenziale, all'interesse comune degli obbligazionisti²¹⁶.

Il conflitto di interessi parrebbe così venire in rilievo nell'ipotesi in cui una modifica peggiorativa delle condizioni del prestito, ad esempio implicante una riduzione del tasso di interesse, fosse approvata col voto determinante di coloro i quali avessero percepito un compenso per aver votato a favore della proposta²¹⁷. Se, infatti, la modifica peggiorativa delle condizioni del prestito può complessivamente giustificarsi alla luce del pagamento, quale contropartita, di un corrispettivo adeguato e risultare, pertanto, conforme all'interesse del gruppo degli obbligazionisti, in concreto non lo sarà per quegli obbligazionisti, laddove ve ne fossero, che abbiano espresso voto contrario in assemblea e non abbiano percepito il corrispettivo offerto quale compensazione del pregiudizio derivante dalla modifica oggetto di deliberazione.

Al fine di escludere la ricorrenza dei presupposti del conflitto di interessi in simili ipotesi, la società emittente dovrebbe offrire un corrispettivo complessivo, che compensasse adeguatamente la modifica peggiorativa alle condizioni del prestito obbligazionario, da ripartire tra tutti gli obbligazionisti solo in caso di approvazione della deliberazione e indipendentemente dal voto espresso da ciascuno²¹⁸.

Alla luce delle considerazioni svolte, sembra potersi esprimere una valutazione positiva circa l'ammissibilità della vendita del voto nell'assemblea degli obbligazionisti con riferimento alle deliberazioni sulle modificazioni delle condizioni del prestito obbligazionario, in quanto decisioni strettamente legate al rapporto di credito e laddove la società emittente, quale controparte, offra un incentivo alla collettività degli obbligazionisti per l'adesione alle proprie proposte²¹⁹.

²¹⁶ Con la condivisibile precisazione che "l'interesse della collettività degli obbligazionisti va considerato nel suo contenuto minimo, che coincide con l'interesse dell'obbligazionista che non intenda votare nella direzione sollecitata dal corrispettivo"; cfr. E. DEL PRATO, *Voto contro compenso*, cit., 170.

²¹⁷ Analogamente E. DEL PRATO, *Voto contro compenso*, cit., 171, il quale rileva che il voto potrebbe essere inficiato da conflitto di interessi se il programma di modifica delle condizioni del prestito sia concepito in danno degli obbligazionisti. L'Autore, peraltro, ravvisa la nullità della convenzione, che preveda un corrispettivo per il voto, per illiceità del motivo comune e determinante del consenso se obbliga a votare in un modo contrario all'interesse degli obbligazionisti.

²¹⁸ In primo luogo, pur sussistendo un interesse personale di ciascun singolo obbligazionista, che esprima voto favorevole e determinante, alla percezione del corrispettivo, tale interesse non potrebbe dirsi estraneo all'interesse della collettività, poiché il corrispettivo sarebbe destinato a tutti; in secondo luogo l'interesse personale dell'obbligazionista non sarebbe in conflitto con quello del gruppo; in terzo luogo nessun danno si produrrebbe per la collettività degli obbligazionisti, dal momento che l'eventuale pregiudizio patrimoniale dovuto alla modifica peggiorativa sarebbe compensato, nei confronti di tutti, dal corrispettivo offerto dalla società emittente. Tale soluzione consente di superare anche le perplessità relative all'alterazione dell'indipendenza di giudizio degli obbligazionisti nella scelta, su cui cfr. *supra* nota 213.

²¹⁹ Di recente Pirelli & C. ha convocato le assemblee degli obbligazionisti titolari di due diversi prestiti quotati sul mercato lussemburghese, al fine di approvare talune modifiche ai rispettivi

La conclusione, tuttavia, potrebbe essere diversa nel caso in cui le deliberazioni riguardassero questioni aventi solo valore organizzativo, quali la nomina o la revoca del rappresentante comune ovvero la costituzione di un fondo spese. Tali ipotesi si caratterizzano, fisiologicamente, per la mancanza di un interesse in capo alla società emittente all'assunzione di una determinata decisione in merito²²⁰. In questi casi, pertanto, non sembra trovare legittima giustificazione il pagamento di un corrispettivo agli obbligazionisti per il voto.

3.2 *La natura e il ruolo del rappresentante comune.*

Se l'assemblea degli obbligazionisti è comunemente riconosciuta quale organo deliberativo dell'organizzazione degli obbligazionisti²²¹, il rappresentante comune ne rappresenta, invece, l'organo investito di funzioni esecutive²²².

La nomina e la revoca del rappresentante comune degli obbligazionisti spettano all'assemblea degli obbligazionisti, sebbene sia previsto che, in caso di mancata

regolamenti del prestito (si trattava, in realtà di *trust deed*). In relazione al prestito in scadenza nel 2016, in particolare, si era verificato un evento di *change of material shareholding* che avrebbe legittimato un rimborso anticipato. Pirelli & C. ha proposto, pertanto, l'approvazione di modifiche finalizzate a giungere alla scadenza del prestito, offrendo agli obbligazionisti la corresponsione di una *consent fee*. Ai sensi della *Consent Solicitation*, ogni obbligazionista che avesse conferito valide istruzioni di voto a favore della delibera sarebbe stato legittimato a ricevere, subordinatamente all'approvazione e all'esecuzione della delibera, un ammontare pari allo 0,35% del valore nominale delle obbligazioni. Per una sintesi dell'operazione cfr. M. MANGANO, *Pirelli, via al riordino del debito*, ne *Il Sole 24 ore*, 13 agosto 2015, <http://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2015-08-13/pirelli-via-riordino-debito-063914.shtml?uuid=ACkn54g>. Si veda, inoltre, l'avviso di convocazione dell'assemblea degli obbligazionisti, disponibile al seguente indirizzo: https://www.pirelli.com/mediaObject/corporate/documents/common/investors/noteholders-meetings/Avviso_di_Convocazione_dell_Assemblea/original/Avviso_di_Convocazione_dell_Assemblea.pdf.

²²⁰ L'eventuale offerta di un corrispettivo agli obbligazionisti per la nomina di un determinato rappresentante comune sembrerebbe potersi spiegare solo in termini opportunistici, con il tentativo della società di attribuire l'incarico a un soggetto inerte rispetto alla tutela dei diritti degli obbligazionisti o acquiescente, così come la deliberazione di revoca del rappresentante comune potrebbe essere l'occasione per estromettere un soggetto non gradito. Cfr., però, L. AUTUORI, *Artt. 2415-2420 c.c.*, cit., 211 s., il quale evidenzia l'importanza della figura del rappresentante comune, quale soggetto deputato a fungere da raccordo con gli obbligazionisti, anche per la società emittente.

²²¹ Cfr. Trib. Alessandria, 2 aprile 1992, in *Giur. it.*, 1992, I, 441, per l'affermazione secondo cui l'assemblea degli obbligazionisti non è un organo della società, ma di un gruppo di suoi creditori organizzabili collegialmente.

²²² Cfr. R. CAVALLO BORGIA, *Art. 2415 c.c.*, cit., 177 e già ID., *Le azioni e le obbligazioni*, ne *Le Società*, Trattato diretto da F. Galgano, Torino, 2002, 205. A norma dell'art. 2418 c.c., il rappresentante comune degli obbligazionisti provvede, infatti, all'esecuzione delle deliberazioni dell'assemblea degli obbligazionisti, tutela gli interessi comuni di questi nei rapporti con la società, assiste alle operazioni di sorteggio delle obbligazioni e, sempre per la tutela degli interessi comuni, ha la rappresentanza processuale degli obbligazionisti nelle procedure concorsuali.

nomina ad opera dell'assemblea, il rappresentante comune sia nominato dal Tribunale su istanza di uno o più obbligazionisti o degli amministratori della società.

Da un punto di vista soggettivo, ai sensi dell'art. 2417, comma 1, c.c., possono essere chiamati a svolgere le funzioni di rappresentante comune degli obbligazionisti anche persone estranee alla categoria, le persone giuridiche autorizzate all'esercizio dei servizi di investimento²²³, nonché le società fiduciarie²²⁴. Attraverso tale previsione il legislatore sembra valorizzare il ruolo tecnico del rappresentante comune nella tutela degli obbligazionisti, quasi a voler indirizzare la selezione dei candidati verso figure dotate di competenze specifiche²²⁵. Di contro, per l'evidente sussistenza di possibili conflitti di interessi, l'incarico non può essere svolto da amministratori, sindaci o dipendenti della società debitrice, né da coloro che versano nelle situazioni di ineleggibilità di cui all'art. 2399 c.c.²²⁶.

La disciplina richiamata consente di trarre argomenti al fine di dirimere due questioni dibattute in tema di rappresentante comune degli obbligazionisti: in primo luogo, se esso debba ritenersi organo e, in secondo luogo, se sia organo necessario.

Sotto il primo profilo appare senz'altro condivisibile la posizione maggioritaria secondo cui il rappresentante comune sarebbe, in senso proprio, organo e non rappresentante²²⁷. E organo, si badi, dell'organizzazione stessa degli obbligazionisti e non della società, come emerge anche solo dagli indici testuali della relativa

²²³ Dovendosi, pertanto, fare riferimento alle categorie disciplinate dal TUF. Nella nozione rientreranno dunque, *in primis*, le imprese di investimento e le banche, quali soggetti destinatari della riserva di attività di cui all'art. 18, comma 1, TUF. Appare, inoltre, preferibile ritenere che anche le società di gestione del risparmio, gli intermediari finanziari iscritti nell'elenco previsto dall'articolo 107 del testo unico bancario e, in generale, tutti i soggetti in possesso di autorizzazione all'esercizio anche solo di alcuni servizi di investimento possano assumere l'incarico di rappresentante comune degli obbligazionisti; solleva la questione M. ONZA, *Art. 2417 c.c.*, in *Codice commentato delle società*, a cura di N. ABRIANI-M. STELLA RICHTER, Torino, 2010, 116.

²²⁴ Su cui cfr. *supra* par. 1, nota 147.

²²⁵ Sull'opportunità della previsione si veda R. CAVALLO BORGIA, *Art. 2417, Della società per azioni*, cit., 180.

²²⁶ In tal senso, cfr. ASSOCIAZIONE DISIANO PREITE, *Il diritto delle società*⁴, cit. 130.

²²⁷ Non ricorre infatti la dualità propria della rappresentanza, ove l'imputazione giuridica della fattispecie è in capo al rappresentante, mentre l'ente si appropria degli effetti dell'atto. Viceversa, il rappresentante comune è organo che esprime all'esterno e tutela gli interessi del gruppo e la cui attività è di diretta imputazione al gruppo; cfr. S. PESCATORE, *Il rappresentante comune degli obbligazionisti*, cit., 139 s.; D. PETTITI, *I titoli obbligazionari*, cit., 246; N. DE LUCA-A. STAGNO D'ALCONTRES, *Obbligazioni di società*, cit., 836 s.; R. CLARIZIA, *Assemblea degli obbligazionisti e rappresentante comune*, in *Società*, 1991, 322; R. CAVALLO BORGIA, *Art. 2417*, cit., 175 s.; G. FERRI, *Le società*², in *Trattato di diritto civile italiano*, fondato da F. VASSALLI, X, 3, Torino, 1985, 509, V. COLUSSI, voce *Obbligazioni di Società*, cit., 6; G. PELLEGRINO, *L'organizzazione degli obbligazionisti*, cit., 159. Il rapporto tra assemblea degli obbligazionisti e rappresentante comune sarebbe inquadrabile nel mandato secondo G. FRÈ, *Artt. 2417-2420 bis c.c.*, in *Società per azioni*, cit., 622; V. SALAFIA, *Considerazioni sugli effetti della mancanza*, cit., 198.

disciplina²²⁸. Le disposizioni, simili a quelle ravvisabili in molte legislazioni europee, che escludono commistioni e ingerenze tra organi della società e rappresentante comune, nonché l'espresso richiamo alla tutela degli interessi comuni degli obbligazionisti nei rapporti con la società, consentono, infatti, di concludere che esso è espressione degli obbligazionisti, ed è nell'esclusivo interesse di questi che è chiamato ad adempiere il suo incarico²²⁹. Ciò non esclude, peraltro, che l'emittente abbia un proprio interesse alla sua nomina, tanto è vero che il legislatore attribuisce anche agli amministratori della società l'iniziativa del procedimento di nomina giudiziale in caso di inerzia degli obbligazionisti. E tuttavia l'interesse della società emittente ad avere una controparte unica con cui rapportarsi e un unitario portavoce della molteplicità degli obbligazionisti non può tradursi nel riconoscimento del rappresentante comune come organo la cui istituzione risponde al preminente interesse della società o, ancor meno, come organo della società²³⁰.

Al contempo, quanto al secondo profilo, deve ritenersi che si tratti di organo necessario, ancorché, come rileva attenta dottrina, non sussistano in realtà previsioni che ne impongano una nomina giudiziale d'ufficio, in mancanza di iniziativa degli obbligazionisti o degli amministratori della società²³¹. Eppure il rappresentante comune è necessario, nel senso che, laddove ricorrono poteri e azioni di spettanza esclusiva del gruppo degli obbligazionisti e ne sia pertanto precluso l'esercizio individuale, la relativa legittimazione spetta solo al gruppo per il tramite del

²²⁸ In senso contrario si veda N. DE LUCA-A. STAGNO D'ALCONTRES, *Obbligazioni di società*, cit., 837, testo e nota 337 e 338.

²²⁹ La figura del rappresentante comune degli obbligazionisti, pertanto, non è assimilabile a quella del *trustee*, la cui posizione si incardina all'interno di un rapporto trilaterale tra società, *trustee* e ciascun obbligazionista per la serie di obbligazioni emesse; cfr. A.P. SERENI, *Le società per azioni negli Stati Uniti*, Milano, 1951, 63 ss.; S. PESCATORE, *Il rappresentante comune degli obbligazionisti*, cit., 108, nota 5.

²³⁰ A conclusioni diverse, con riferimento al rappresentante comune degli azionisti di risparmio, perviene C. COSTA, *Il rappresentante comune degli azionisti di risparmio nell'organizzazione della società per azioni*, Milano, 1984, 16 ss., il quale osserva che, per potersi parlare di organi, occorre considerare la funzione di attuazione del contratto sociale da essi svolta e che il rappresentante comune degli azionisti svolge all'interno della società un ruolo giustificato dalla privazione, in capo ad alcuni soggetti, di diritti tipicamente sociali. Simili considerazioni non sembrano potersi adattare al diverso caso del rappresentante comune degli obbligazionisti che tutela non già un gruppo di soci, bensì un gruppo di creditori sociali.

²³¹ Cfr. D. PETTITI, *I titoli obbligazionari*, cit., 249 s.; V. SALAFIA, *Considerazioni sugli effetti della mancanza*, cit., 198, che supera l'obiezione rilevando che "l'intervento dell'Autorità giudiziaria è previsto dalla legge in un contesto di diritto privato nel quale sarebbe mal tollerata una sua intrusione di ufficio" e che "il predetto previsto intervento sta a dimostrare l'intento della legge di apprestare tutti gli strumenti possibili perché si realizzi l'evento voluto della nomina del suddetto rappresentante comune". Sul tema cfr. S. PESCATORE, *Il rappresentante comune degli obbligazionisti*, cit., 143, il quale replica che tale disciplina riecheggia quella relativa alla nomina dei liquidatori per decreto del presidente del tribunale, della cui necessità nessuno dubita. Nello stesso senso, con riferimento al rappresentante comune degli azionisti, cfr. C. COSTA, *Il rappresentante comune degli azionisti di risparmio*, cit., 87.

rappresentante comune. In altre parole, esso si erge a organo necessario per quei poteri e quelle azioni di competenza del gruppo unitariamente inteso²³².

Come le competenze dell'assemblea degli obbligazionisti, anche i poteri del rappresentante comune sono funzionali al perseguimento dell'interesse comune.

La dottrina più attenta pone in luce come tali poteri non siano limitati ad attribuzioni meramente esecutive di quanto disposto dall'assemblea, bensì si estendano a poteri propri nello svolgimento della funzione di tutela degli interessi comuni degli obbligazionisti nei confronti della società, circoscritti, tuttavia, dal limite dato dalle competenze assembleari²³³.

Tra le questioni controverse che si pongono con riferimento al rappresentante comune, ai fini dell'indagine in questa sede condotta assume particolare rilievo quella relativa alla possibilità di attribuzione di poteri ulteriori, oltre a quelli previsti dal modello legale. Ci si domanda, in altre parole, se i poteri del rappresentante comune

²³² Cfr. S. PESCATORE, *Il rappresentante comune degli obbligazionisti*, cit., 137 s. E sulla qualifica di organo necessario del rappresentante comune cfr., altresì, G.F. CAMPOBASSO, *L'organizzazione degli obbligazionisti*, cit., 510, il quale pure riconosce la possibilità che l'assemblea possa far ricorso a rappresentanti *ad hoc* per singoli atti di tutela; G. FERRI, *Le società*², cit., 509 s.; R. CLARIZIA, *Assemblea degli obbligazionisti e rappresentante comune*, cit., 322; V. SALAFIA, *Considerazioni sugli effetti della mancanza*, cit., 197; V. COLUSSI, voce *Obbligazioni di Società*, cit., 6; R. CAVALLO BORGIA, *Art. 2417*, cit., 176; G.L. BRANCADORO, *Artt. 2417-2418 cit.*, in *Società di capitali. Commentario*, a cura di G. Niccolini - A. Stagno d'Alcontres, II, Napoli, 2004, 954; M. SARALE-R. RIVARO, *Le obbligazioni*, cit., 560; G. GIANNELLI, in AA. VV., *Diritto delle società*⁵, *Manuale breve*, Milano, 2012, § 69, 169; G. PELLEGRINO, *L'organizzazione degli obbligazionisti*, cit., 164; F. GALGANO, *Diritto civile e commerciale*, vol. III, 2, *Le società di capitali, Le cooperative*, Padova, 2004, 440 e già ID., *La società per azioni*, cit., 202, il quale osserva che “la sua necessarietà si spiega per l'esigenza della società di avere sempre dinanzi a sé un interlocutore abilitato a trattare per conto degli obbligazionisti”. Alla stessa conclusione pervengono N. DE LUCA-A. STAGNO D'ALCONTRES, *Obbligazioni di società*, cit., 838, pur negando la sussistenza di un obbligo in capo agli amministratori di richiedere la nomina giudiziale in mancanza di nomina da parte dell'assemblea degli obbligazionisti. *Contra* D. PETTITI, *I titoli obbligazionari*, cit., 249; L. AUTUORI, *Artt. 2415-2420 c.c.*, cit., 210 s., il quale però ritiene che la nomina debba avvenire qualora si verifichi la fattispecie fallimentare che impone l'invio delle comunicazioni al rappresentante comune (*ivi*, 254) e, in senso analogo, M. HOUBEN, *Giurisdizione e legge applicabile ai prestiti obbligazionari*, in *Riv. soc.*, 2015, 644 ss. In giurisprudenza, pare accogliere l'orientamento che opta per la necessità del rappresentante comune degli obbligazionisti Trib. Parma, 10 gennaio 2005, in *Società*, 2005, 1424, con nota di S. RONCO, *Nomina del rappresentante comune degli obbligazionisti e determinazione del compenso*; App. Milano, 17 novembre 1998, cit., secondo cui “il rappresentante comune è organo che la legge impone di istituire, ma non è essenziale, in generale e sempre, per il funzionamento dell'assemblea degli obbligazionisti”. *Contra*, si veda Trib. Monza, 13 giugno 1997, cit.; Trib. Mantova, 15 novembre 2010, con nota di V. SANGIOVANNI, *Sulla necessità di nomina del rappresentante comune*, cit. L'Autore, pur aderendo alla tesi della non necessità del rappresentante comune, ritiene tuttavia che vi siano dei casi in cui è necessario procedere alla nomina, ossia nel caso in cui vengano impugnate deliberazioni dell'assemblea degli obbligazionisti, qualora ne faccia domanda al tribunale almeno un obbligazionista e a seguito dell'apertura di procedure concorsuali (*ivi*, 1868).

²³³ Cfr. G.F. CAMPOBASSO, *L'organizzazione degli obbligazionisti*, cit., 514 s.

degli obbligazionisti possano essere ampliati da una deliberazione assembleare, con la quale gli siano conferiti specifici incarichi²³⁴.

La ripartizione legale dei poteri dell'assemblea degli obbligazionisti, da un lato, e rappresentante comune, dall'altro, parrebbe ostare alla soluzione positiva²³⁵. D'altro canto, tuttavia, può osservarsi come tale suddivisione non sia rigidamente definita, essendo previste, da entrambe le parti, competenze dal contenuto generico e piuttosto ampio²³⁶. Né può ritenersi che, con riferimento all'assemblea degli obbligazionisti, il legislatore abbia espressamente previsto un catalogo di materie non delegabili²³⁷. Rinviando a un successivo momento le conclusioni sul punto, dovendosi prima sciogliere il nodo interpretativo circa la natura derogabile o inderogabile delle norme relative all'organizzazione degli obbligazionisti, in questa sede sarà sufficiente rilevare quanto segue.

Pur volendo aderire alla tesi più restrittiva, ritenendo così che il novero dei poteri attribuiti dalla legge al rappresentante comune non possa essere ampliato dall'assemblea, deve comunque ritenersi che, nell'ambito delle funzioni ad esso ascritte, esso possa non limitarsi a un ruolo meramente esecutivo delle decisioni assunte, bensì intervenire in un momento antecedente e di preparazione all'assemblea, utilizzando le conoscenze specifiche di cui dispone anche al fine di colmare le carenze informative degli obbligazionisti non professionali.

²³⁴ Le considerazioni che seguono sono destinate a valere anche nel caso in cui si ipotizzasse un'estensione dei poteri del rappresentante comune degli obbligazionisti disciplinata all'interno del regolamento di emissione del prestito.

²³⁵ Ed infatti, sul presupposto che “si tratta di una assemblea di creditori riuniti dalla legge per la tutela dei loro interessi comuni e che, come tale, non può fare altro che ciò che la legge le consente di fare”, nega risolutamente che l'assemblea degli obbligazionisti possa attribuire al rappresentante comune poteri maggiori o minori di quelli determinati dall'art. 2418 c.c. G. FRÈ, *Artt. 2417-2420 bis c.c.*, cit., 622. In senso contrario si veda anche S. PESCATORE, *Il rappresentante comune degli obbligazionisti*, cit., 146; G.L. BRANCADORO, *Artt. 2417-2418 c.c.*, cit., 957; R. D'AMBROSIO, *Art. 2418 c.c.*, in *Codice commentato delle società*², cit., 801; A. COSTA, *Art. 2418 c.c.*, in *Codice commentato delle S.p.A.*, cit., 1088 e, in giurisprudenza, Trib. Milano, 2 marzo 1970, in *Foro it.*, 1970, I, c. 1810 e ss., ove si legge che i poteri spettanti agli organi dell'organizzazione degli obbligazionisti sono tassativi e che l'assemblea degli obbligazionisti non ha la facoltà di attribuire al rappresentante comune poteri diversi da quelli stabiliti dalla legge. Più articolata la posizione di G.F. CAMPOBASSO, *L'organizzazione degli obbligazionisti*, cit., 515.

²³⁶ In particolare si consideri la competenza dell'assemblea a deliberare “sugli altri oggetti d'interesse comune per gli obbligazionisti” di cui all'art. 2415, comma 1, n. 5, c.c., da una parte, e l'obbligo del rappresentante comune di tutelare gli interessi comuni degli obbligazionisti nei rapporti con la società di cui all'art. 2418, comma 1, c.c.

²³⁷ A favore di una delega di poteri al rappresentante comune da parte dell'assemblea degli obbligazionisti si veda R. SACCHI, *Gli obbligazionisti nel concordato della società*, cit., 78, il quale ritiene che “[t]ale delega è legittima e ammissibile, dato che l'assemblea ha il potere di modificare, con propria deliberazione e nei limiti della competenza dell'organizzazione degli obbligazionisti, le attribuzioni del rappresentante comune e ha in particolare il potere di conferirgli attribuzioni proprie”. Nello stesso senso cfr. D. PETTITI, *I titoli obbligazionari*, cit., 250.

Ad esempio, pur convenendosi sulla conclusione che al rappresentante comune non potrebbe essere rimessa la decisione finale sulle modifiche del prestito obbligazionario²³⁸ – che, nel quadro disegnato dal legislatore, compete all’assemblea degli obbligazionisti – tuttavia allo stesso potrebbe essere attribuito un ruolo rilevante in questa sede. In effetti, in virtù delle competenze tecniche specifiche di cui dovrebbe essere dotato, al rappresentante comune potrebbe essere attribuito il ruolo di veicolare un’informativa sull’oggetto della decisione e sulla convenienza dell’operazione in termini chiari e obiettivi, in vista dell’espressione di un voto ponderato e informato da parte degli obbligazionisti. Il rappresentante comune, in questa veste, potrebbe supplire a eventuali limiti conoscitivi degli investitori non professionali, che in altri ordinamenti hanno inciso in maniera determinante nel configurare una disciplina improntata all’esclusione della possibilità di un voto di maggioranza vincolante per la categoria, senza al contempo imporre un aggravio di costi a carico degli obbligazionisti. Al rappresentante comune potrebbe inoltre essere attribuito, nell’interesse degli obbligazionisti, il compito di condurre eventuali trattative con il *management* della società emittente, laddove quest’ultima intenda sottoporre all’assemblea dei portatori di titoli proposte di modifica delle condizioni del prestito obbligazionario, al fine di ottenere le condizioni migliori²³⁹.

4. *L’interesse comune quale criterio qualificante.*

L’organizzazione degli obbligazionisti trova il suo fondamento e il suo limite nell’interesse comune della massa dei portatori di titoli²⁴⁰.

²³⁸ Cfr. D. PETTITI, *I titoli obbligazionari*, cit., 225, nota 1, il quale osserva come la competenza relativa alla modifica delle condizioni del prestito obbligazionario è esclusiva e non può essere delegata al rappresentante comune né attraverso le condizioni di emissione, né attraverso una delibera dell’assemblea degli obbligazionisti, trattandosi di materia regolata da norme di ordine pubblico; G.F. CAMPOBASSO, *L’organizzazione degli obbligazionisti*, cit., 488.

²³⁹ Funzione, questa, che peraltro può ritenersi rientrante nel compito del rappresentante comune di tutela degli interessi comuni degli obbligazionisti nei rapporti con la società di cui all’art. 2418 c.c. Rileva, infatti, che è nell’obbligo di tutelare in generale gli interessi degli obbligazionisti che “il rappresentante può esercitare in modo particolarmente evidente i suoi poteri di autonoma iniziativa” D. PETTITI, *I titoli obbligazionari*, cit., 258. Pur riferendosi alla figura del *trustee*, evidenzia necessità analoghe a quelle individuate nel testo, soprattutto nel caso in cui le obbligazioni siano diffuse sul mercato *retail*, L. AUTUORI, *Artt. 2415–2420 c.c.*, cit., 212.

²⁴⁰ Sulla rilevanza dell’interesse comune in giurisprudenza si vedano Trib. Milano, 18 settembre 1989, cit., ove si legge che la presenza di un interesse comune degli obbligazionisti assume un rilievo causale dell’atto di disposizione del rapporto derivante dalla emissione di prestito obbligazionario, nonché App. Milano, 17 novembre 1998, cit., per l’affermazione secondo cui il limite di competenza per materia dell’assemblea è rinvenibile nell’interesse collettivo degli obbligazionisti, nel senso che esula dai poteri dell’assemblea deliberare su un oggetto che non riguardi collettivamente gli obbligazionisti.

In effetti è dal riconoscimento dell'esistenza, nonché dall'esigenza di tutela di una "comunanza di interessi" che, nel nostro ordinamento come negli ordinamenti stranieri, nasce l'organizzazione degli obbligazionisti²⁴¹. Come si è avuto modo di rilevare, inoltre, significativi indici letterali pongono in luce la rilevanza dell'interesse comune sul piano normativo²⁴².

L'interesse comune costituisce al contempo il limite entro cui è ammessa l'interferenza del gruppo, riunito in assemblea, e di un terzo, il rappresentante comune (che potrebbe anche essere estraneo al gruppo), sulle posizioni individuali, dovendosi ritenere che l'operatività dell'organizzazione di categoria non possa sconfinare fino a intaccare posizioni individuali non coperte dall'interesse comune.

È dunque intuibile come l'interesse comune evochi astrazione e unità dei molteplici interessi singolari ai fini di una miglior tutela e, al contempo, parziale sacrificio dei diritti individuali a beneficio della supremazia della maggioranza. Eppure, il concetto di interesse comune è di per sé sfuggente e, laddove si cerchi di enuclearne compiutamente la nozione, diversi tentativi definitivi si scontrano²⁴³.

Vi è chi ritiene che non sussista un'antitesi tra interesse comune e interesse individuale del singolo obbligazionista, laddove quest'ultimo sia inteso come il suo "interesse tipico di creditore al puntuale rispetto degli obblighi assunti da parte della società", essendo l'organizzazione degli obbligazionisti preordinata alla tutela di questo stesso interesse²⁴⁴. A tale impostazione si replica che ridurrebbe l'interesse comune alla somma degli interessi individuali, mentre la comunanza di interessi rileva quale sintesi degli interessi della pluralità degli obbligazionisti²⁴⁵.

²⁴¹ Come emerge dalle parole con cui Cesare Vivante ne auspicava l'introduzione: "[l]a comunanza degli interessi esigerebbe spesso una difesa comune dei portatori di obbligazioni [...] Sarebbe necessario che la legge ne formasse un'associazione, che sarebbe giustificata dalla comunanza dei loro interessi derivanti da un unico prestito"; cfr. C. VIVANTE, *Trattato di diritto commerciale*⁵, cit., § 46, n. 622, 341. L'altra esigenza, come meglio si vedrà in seguito, è quella della società emittente ad avere una controparte unica con cui più agevolmente rapportarsi; si veda G.F. CAMPOBASSO, *L'organizzazione degli obbligazionisti*, cit., 488.

²⁴² Cfr. artt. 2415, comma 1, n. 5 e 2418, commi 1 e 2, c.c.

²⁴³ Per una sintesi delle principali posizioni in argomento si veda M. SARALE, *Le società per azioni. Obbligazioni*, cit., 346 ss., nonché S. GALLI, *Osservazioni in tema di modificazioni del prestito obbligazionario*, cit. 513 ss.

²⁴⁴ D. PETTITI, *I titoli obbligazionari*, cit. 34. A tale affermazione si contesta di non riuscire a cogliere la specificità dell'interesse del gruppo degli obbligazionisti, riconducendosi l'interesse comune all'interesse di cui è portatore qualunque creditore della società (per tale obiezione si veda G. PELLEGRINO, *L'organizzazione degli obbligazionisti*, cit., 21). In realtà il riferimento all'"interesse tipico del creditore al puntuale rispetto degli obblighi assunti dalla società debitrice" non pare escludere che possa trattarsi del peculiare interesse che accomuna portatori di titoli appartenenti alla medesima emissione alla tutela degli obblighi derivanti dallo specifico prestito obbligazionario sottoscritto (e, dunque, al puntuale rispetto delle scadenze, della misura degli interessi ecc.).

²⁴⁵ Per tale critica si veda S. PESCATORE, *Il rappresentante comune degli obbligazionisti*, cit., 122, il quale così argomenta sulla scia della concezione secondo cui il gruppo non è una mera somma

Si reputa, pertanto, che l'interesse comune del gruppo andrebbe ravvisato "nella tutela in forma unitaria dell'adempimento di obbligazioni globalmente assunte dalla società emittente verso il gruppo"²⁴⁶.

La contrapposizione tra le differenti tesi, tuttavia, potrebbe essere considerata solo apparente, essendo possibile tentare di ricondurre ad un'unità sistematica i diversi orientamenti.

Da un punto di vista statico, l'interesse comune degli obbligazionisti ben può essere individuato facendo riferimento a quel nucleo di diritti che accomuna gli obbligazionisti portatori di titoli appartenenti a una medesima emissione. Sotto tale profilo, non si ravvisano ostacoli di ordine logico nel sostenere che l'interesse comune effettivamente coincida con gli interessi individuali dei singoli obbligazionisti²⁴⁷.

Nondimeno, nel corso della vita del prestito obbligazionario, possono darsi situazioni più complesse e non disciplinate dal contratto; situazioni in cui gli interessi dei singoli potrebbero non coincidere e in cui, purtuttavia, si rende necessario astrarre dalle esigenze individuali per esprimere una volontà condivisa e corrispondente all'interesse comune, inteso qui come interesse del gruppo degli obbligazionisti. Ebbene, nel momento in cui tale interesse debba essere concretamente determinato, sembra ovvio che si debba operare una sintesi tra i possibili interessi individuali e confliggenti dei singoli portatori²⁴⁸.

di soggetti, bensì qualcosa di distinto dalla somma atomistica dei singoli partecipanti; cfr. A. MIGNOLI, *Le assemblee speciali*, Milano, 1960, 148.

²⁴⁶ S. PESCATORE, *Il rappresentante comune degli obbligazionisti*, cit., 127; R. CAVALLO BORGIA, *Art. 2415 c.c.*, cit., 134. Più di recente vi è ancora chi individua la nozione di interesse comune del gruppo degli obbligazionisti "nell'interesse a mantenere inalterato il carattere unitario e uniforme dell'operazione di emissione, relativamente alle vicende che possono venire ad instaurarsi, in pendenza del prestito, tra la massa dei portatori di titoli e la società emittente"; cfr. G. PELLEGRINO, *L'organizzazione degli obbligazionisti*, cit., 22 e ss. e, nello specifico, 31.

²⁴⁷ Laddove ovviamente, il riferimento agli interessi individuali non sia inteso in senso puramente soggettivo, ma avendo riguardo all'interesse dell'obbligazionista di una determinata emissione. Ad esempio, l'interesse dell'obbligazionista a ricevere gli interessi nella misura e alle scadenze prefissate, così come l'interesse a ricevere il rimborso del capitale alla scadenza o l'interesse a che siano mantenute inalterate le garanzie del prestito è interesse di ogni singolo obbligazionista e, al contempo, interesse comune.

²⁴⁸ L'esigenza potrebbe sorgere, ad esempio, in occasione di modifiche del prestito rese necessarie dalle difficoltà finanziarie della società. In questa ipotesi, alcuni obbligazionisti potrebbero essere interessati a ottenere l'immediato rimborso del capitale ovvero un puntuale adempimento dell'obbligazione di pagamento degli interessi, anche a un tasso inferiore rispetto a quello convenuto; altri potrebbero invece essere favorevoli a una dilazione nel pagamento degli interessi, pur di mantenere la corresponsione del tasso originario. Analoga situazione potrebbe presentarsi nell'ipotesi di una proposta di modifiche del prestito obbligazionario in conseguenza di nuovi investimenti dalla società emittente, che comporterebbe un sacrificio immediato in termini di dilazione delle scadenze convenute a fronte di un probabile beneficio rappresentato dalla promessa di aumento del tasso di interesse nel futuro.

A fronte delle contrapposte esigenze dei singoli obbligazionisti si potrebbero ipotizzare diverse soluzioni, come individuare l'interesse comune solo in quello in cui converge l'unanimità dei consensi ovvero rimettere a un terzo imparziale la determinazione di cosa risponda all'interesse comune. La scelta del legislatore, tuttavia, è chiara: a comporre tali opposte esigenze interviene il criterio prevalente nel diritto societario, il principio di maggioranza²⁴⁹. Ne consegue che l'interesse comune, quale interesse dell'organizzazione degli obbligazionisti, risulterà dalla sintesi degli interessi individuali mediata dal principio di maggioranza.

Così definito l'interesse comune, è conseguentemente agevole aderire all'opinione dominante secondo cui, in presenza di più emissioni, molteplici saranno le corrispondenti organizzazioni degli obbligazionisti, essendo distinti gli interessi che accomunano i portatori di obbligazioni di emissioni diverse o comunque dotate di caratteristiche diverse²⁵⁰.

5. *La natura giuridica dell'organizzazione di gruppo.*

Un tema costantemente dibattuto in dottrina è quello relativo alla natura giuridica dell'organizzazione degli obbligazionisti. Prima di addentrarsi in un'analisi più approfondita dei termini della questione occorre, tuttavia, chiarire in primo luogo a quale finalità risponda l'individuazione della natura giuridica dell'organizzazione

²⁴⁹ In senso conforme App. Milano, 17 novembre 1998, cit. afferma che l'interesse collettivo degli obbligazionisti non necessariamente è l'interesse anche di ciascuno di essi e proprio per questo motivo si prevede una decisione di maggioranza.

²⁵⁰ Cfr. T. ASCARELLI, *Problemi in tema di titoli obbligazionari*, cit., 301 e s., nota 11; F. FERRARA JR., *Gli imprenditori e le società*⁶, (rist. aggiornata da F. CORSI), cit., 556; G.F. CAMPOBASSO, *L'organizzazione degli obbligazionisti*, cit., 493; D. PETTITI, *I titoli obbligazionari*, cit., 209 s.; R. SACCHI, *Gli obbligazionisti nel concordato della società*, cit., 50; R. CAVALLO BORGIA, *Art. 2415 c.c.*, cit., 137; con particolare riferimento alla necessità di più rappresentanti comuni in ipotesi di pluralità di emissioni cfr. S. PESCATORE, *Il rappresentante comune degli obbligazionisti*, cit., 140 e ss., nota 74 e con riferimento a distinte assemblee, in particolare, G. FRÈ, *Art. 2415 c.c.*, cit., 617; A. LONCIARI, *Il conflitto di interessi tra portatori di obbligazioni diverse*, *Riv. soc.*, 1995, 71 s. Di recente, nello stesso senso, cfr. G. DATI, *Art. 2415 c.c.*, cit., 1281 e in giurisprudenza Cass., 31 marzo 2006, n. 7693, in *Giur. comm.*, 2007, II, 555, con nota di M. SARALE, *Obbligazioni di serie diverse, assemblee degli obbligazionisti e questioni in tema di invalidità delle deliberazioni*. Una posizione più articolata è espressa da F. FERRARA, *La posizione degli obbligazionisti*, cit., 24, secondo cui nell'ipotesi in cui siano state emesse più serie di obbligazioni attribuenti diritti diversi, di cui alcune assistite da garanzie e altre no, si avrà un'assemblea speciale per ogni serie in applicazione dell'art. 2376 c.c. richiamato dall'art. 2415, comma 3, c.c.; dubbio è se tale soluzione si applichi anche nel caso in cui la differenza si limiti alla scadenza o al tasso di interessi. Parzialmente diversa la posizione di A. FORMIGGINI, *Diritti individuali degli azionisti privilegiati e degli obbligazionisti*, cit., 118, il quale, pur rilevando che il codice non prevede diverse assemblee per le diverse categorie di obbligazioni, ritiene tuttavia "che debba radunarsi una assemblea speciale di essi e ottenersi il voto favorevole della maggioranza di questa, se le deliberazioni da prendersi riguardano una sola determinata emissione".

degli obbligazionisti e, in secondo luogo, se tale inquadramento possa assumere rilevanza rispetto all'oggetto della ricerca.

In termini generali, la riconduzione dell'organizzazione degli obbligazionisti all'uno o all'altro istituto disciplinato dal codice civile, in presenza di una disciplina alquanto scarna, vale a colmare le lacune normative inevitabilmente riscontrabili. Con particolare riferimento all'eventuale incidenza della questione sulla ricerca, invece, l'inquadramento giuridico dell'organizzazione degli obbligazionisti può essere utile al fine di determinare se ed entro quali limiti possa spiegarsi l'autonomia contrattuale in materia.

Posta tale premessa, occorre dar atto della sussistenza di diverse teorie in argomento.

In base a una prima tesi, la natura giuridica dell'organizzazione degli obbligazionisti andrebbe ravvisata in quella di un consorzio *ex lege*²⁵¹.

Secondo un altro orientamento, invece, sarebbe riconducibile a un'associazione *ex lege*, caratterizzata dall'organizzazione di una preesistente comunione di interessi²⁵².

Ancora, è stato sostenuto che dovrebbe farsi riferimento al modello generale dell'associazione e, nello specifico, a una peculiare figura di consorzio. L'organizzazione degli obbligazionisti, secondo tale impostazione, sarebbe infatti

²⁵¹ G. VALERI, *Manuale di diritto commerciale*, cit., n. 166, 175 ravvisa nell'organizzazione degli obbligazionisti i caratteri di "un autonomo consorzio *ex lege*: autonomo, dato che, come si è detto, la sua vita si svolge in relazione a scopi estranei alla società ed in conflitto almeno potenziale con essa; consorzio, perché, senza dar luogo ad una nuova attività produttiva, protegge collettivamente gli interessi dei partecipanti; *ex lege*, in quanto questi ultimi, nel sottoscrivere le obbligazioni, non sono addivenuti a nessun reciproco accordo, e gli effetti organizzativi si producono senz'altro come conseguenza legale della loro situazione di sottoscrittori". Nello stesso senso si vedano A. DE GREGORIO, *Corso di diritto commerciale*⁴, *Imprenditori – Società*, Roma, 1952, 330; P. GRECO, *Le società nel sistema legislativo italiano, Lineamenti generali*, Torino, 1959, 21; G. FRÈ, *Art. 2415 c.c.*, cit., 609; F. FERRARA JR., *Gli imprenditori e le società*⁶, (rist. aggiornata da F. CORSI), cit., 554; G. COTTINO, *Diritto societario*², cit., 488. Per la qualificazione in termini di consorzio *ex lege* si è espressa, incidentalmente, anche la giurisprudenza in Trib. Milano, 1 marzo 1951, in *Banca Borsa tit. cred.*, 1951, II, 236.

²⁵² In tal senso si veda T. ASCARELLI, *Problemi in tema di titoli obbligazionari*, cit., 301, nota 10 il quale obietta alla prima tesi che il consorzio costituisce una particolare forma di associazione qualificata dallo scopo di cui all'art. 2602, che richiede la qualità di imprenditore in capo agli associati (e al quale, a sua volta, si replica che quello previsto dall'art. 2602 c.c. è solo una delle forme di consorzio; F. GALGANO, *Recensione a Domenico Pettiti, I titoli obbligazionari delle società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 1964, I, 327). Sembrano aderire alla tesi anche A.G. PLATANIA-F. PLATANIA, *Art. 2415 c.c.*, cit., 70, pur precisando che si tratterebbe di un'associazione il cui funzionamento è disciplinato soprattutto dalle disposizioni del codice in tema di società e non da quelle relative alle associazioni e richiamano l'art. 141 TUF a conferma dell'esistenza di associazioni all'interno delle società. Più di recente cfr. G. PELLEGRINO, *L'organizzazione degli obbligazionisti*, cit., 40 ss.

un'organizzazione volontaria, che discende da un fenomeno di integrazione legale (imperativa) del contratto di sottoscrizione²⁵³.

Altri ritiene che l'organizzazione degli obbligazionisti sarebbe assimilabile a una "figura associativa atipica di origine legale e semplicemente affine alle associazioni propriamente dette"²⁵⁴.

Vi è, poi, chi vi ha ravvisato uno stato di comunione di interessi²⁵⁵.

In ogni caso si esclude, generalmente, che l'organizzazione degli obbligazionisti possa essere ricondotta allo schema della società²⁵⁶, non ricorrendone i

²⁵³ Cfr. D. PETTITI, *I titoli obbligazionari*, cit., 29 s. e 54, il quale precisa che le peculiarità si riflettono sulla trasferibilità sia *inter vivos* che *mortis causa* della qualità di membro tramite la circolazione delle obbligazioni; nell'impossibilità di recesso ed esclusione e nella funzione di intervento sui rapporti individuali. Sul carattere volontario dell'organizzazione, che l'Autore argomenta sottolineando che essa trae causa dalla sottoscrizione del prestito, si vedano le obiezioni di A. GRAZIANI, *Diritto delle società*⁵, Napoli, 1963, 423, nota 1, il quale rileva che "secondo la migliore dottrina è possibile ricondurre alla volontà delle parti la disciplina derivante da norme suppletive e quindi derogabili, non la disciplina che scaturisce da norme inderogabili"; F. GALGANO, *Recensione a Domenico Pettiti*, cit., 323.

²⁵⁴ A. MIGNOLI, *Le assemblee speciali*, cit., 151.

²⁵⁵ S. PESCATORE, *Il rappresentante comune degli obbligazionisti*, cit., 118 ss. L'Autore rileva che, in tale situazione, le posizioni individuali vengono unificate da un atto negoziale di natura privata o amministrativo o giudiziale o legislativo che le rende comuni e individua, quali indici della comunione di interessi, l'aspetto organizzatorio, la subordinazione dell'interesse individuale a quello comune, l'incidenza dell'interesse comune sulle posizioni dei partecipanti, l'applicazione del principio di maggioranza.

²⁵⁶ Così, invece, L. MOSSA, *Obbligazioni e obbligazionisti nella società per azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 1955, I, 78: "[d]i fronte alla società degli azionisti ecco, dunque, sorgere la società degli obbligazionisti. Di fronte alla società anonima dei primi vi è la società anonima dei secondi. Sono allora due società che si fanno fronte, e la società obbligazionaria non si può intendere, né come un organo, né come un appendice, della società azionaria". E si veda pure la Relazione di A. Scialoja al Progetto Vivante, cit., 286, ove si legge "viene ad essere costituita tra gli obbligazionisti una specie di società munita di propri organi esecutivi e deliberanti, con evidente analogia alla società di azionisti. Si crea una società di creditori entro od accanto alla società debitrice, ma l'organizzazione di quella è assai più semplice e spedita, avendo un fine unico e ristretto, e trovando la sua base ed i suoi confini nell'atto di emissione delle obbligazioni".

In chiave storica e comparativa, è interessante richiamare la suggestiva ricostruzione di E. THALLER, *Construction du droit des obligataires, Sur la notion d'une société qui existerait entre eux*, in *Annales Dr. Comm. Français Etranger & Int'l*, 1894, 65 ss., secondo il quale "les individus dénommés *obligataires*, ne seront pas autre chose que des *actionnaires* d'une société civile et anonyme de prêt» (cfr., *ivi*, 72). L'Autore, dunque, propone una lettura dell'organizzazione degli obbligazionisti, anche in assenza di previsioni normative al riguardo, in termini di una società (civile) che si affianca alla società (commerciale) emittente. Thaller, peraltro, non reputa necessaria la predisposizione di uno statuto, né una duplicazione degli organi, potendo il consiglio di amministrazione della società emittente svolgere la stessa funzione anche per la società degli obbligazionisti. L'Autore ha inoltre cura di superare le possibili obiezioni a tale ricostruzione: alla mancanza dell'incertezza sui dividendi, che dovrebbe connotare la società, egli oppone che l'interesse fisso percepito dagli obbligazionisti ne costituirebbe la misura massima, essendo ravvisabile inoltre una componente di alea anche nella percezione degli interessi allorquando, ad esempio, l'emittente dovesse fallire. Al contempo egli sottolinea che anche i possessori di obbligazioni sono soggetti al rischio, sebbene apparentemente non siano esposti agli stessi rischi degli azionisti della società

caratteri tipici, quali, oltre all'esercizio in comune di un'attività, lo scopo di produzione e di riparto di un utile²⁵⁷. Né potrebbe trattarsi di una forma di comunione²⁵⁸, non potendo ricondursi le posizioni individuali a parti di un unico credito²⁵⁹.

Vi è ancora chi tende a minimizzare la rilevanza della questione, sottolineando che, indipendentemente dalla relativa qualificazione giuridica, eventuali lacune nella disciplina dell'organizzazione degli obbligazionisti andrebbero colmate facendo ricorso alle norme in materia di associazioni non riconosciute di cui agli artt. 36 e ss. c.c., in mancanza di espreso rinvio legislativo²⁶⁰.

Infine, secondo una più recente posizione, non sarebbe corretto tentare di assimilare l'organizzazione degli obbligazionisti ad altri fenomeni associativi: gli obbligazionisti partecipano alla società per mezzo dell'organizzazione che si forma *ex*

emittente. Nel nostro ordinamento tale lettura, pur ammirando “la genialità del tentativo”, è stata criticata in base a diversi ordini di considerazioni, tra cui (i) l'inesistenza del collegamento fra guadagno e patrimonio movimentato per produrlo, elemento essenziale del contratto di società, e (ii) la necessità di dimostrare che la società sia positivamente voluta, non potendosi argomentare la volontà di contrarre una società dalla sola esistenza di un interesse comune tra gli obbligazionisti (per tali rilievi cfr. U. NAVARRINI, *Commentario al Codice di Commercio*, cit., n. 469, 632 e s., nota 2. Richiama la teoria di Thaller anche L. BOLAFFIO, *Il concordato preventivo secondo le sue tre leggi disciplinatrici*, cit., 250 s.).

²⁵⁷ Cfr. D. PETTITI, *I titoli obbligazionari*, cit., 53.

²⁵⁸ Così, espressamente, nel codice svizzero. Cfr. Obligationenrecht [OR]; Code des Obligations [CO], Codice delle obbligazioni [CO] Mar 30, 1911, RS 220, art. 1157A.

²⁵⁹ In tal senso, cfr. D. PETTITI, *I titoli obbligazionari*, cit., 54.

²⁶⁰ G.F. CAMPOBASSO, *L'organizzazione degli obbligazionisti*, cit., 490 s. Condivide tale posizione R. CAVALLO BORGIA, *Art. 2415 c.c.*, cit., 135.

L'applicazione della disciplina dell'associazione non riconosciuta implica che, nel silenzio della legge, spetti agli “associati” stabilire se la formazione degli atti debba avvenire a maggioranza ovvero all'unanimità. In assenza di una contraria clausola statutaria, inoltre, anche per i provvedimenti più gravi sarà il criterio maggioritario a prevalere. L'ampio ricorso al principio di maggioranza non rischia di porsi in contrasto con l'art. 1372, comma 1, c.c. Come è stato autorevolmente rilevato, infatti, “la volontà della maggioranza si impone alla minoranza solo in quanto tutti i membri si sono preventivamente assoggettati a questa eventualità, adottando (esplicitamente o tacitamente) il sistema maggioritario all'atto della costituzione dell'associazione (o accettandolo all'atto della loro successiva adesione all'associazione stessa), mentre invece avrebbero potuto anche escluderlo”; cfr. D. RUBINO, *Le associazioni non riconosciute*², Milano, 1952, 113 s., il quale pure precisa che il principio maggioritario trova un limite nell'uguaglianza dei membri e che ciascun membro può sottrarsi alle modifiche introdotte dall'assemblea recedendo dall'associazione. Adattando tali principi all'organizzazione degli obbligazionisti e intendendo il richiamo allo statuto dell'associazione come riferito al contratto di prestito obbligazionario, risulterebbe pertanto pienamente compatibile con la natura giuridica di associazione non riconosciuta la possibilità di rimettere, *ab origine*, a una deliberazione maggioritaria dell'assemblea degli obbligazionisti decisioni circa la modifica delle condizioni, anche strutturali, del prestito obbligazionario e una simile clausola esplicherebbe i suoi effetti nei confronti di tutti gli obbligazionisti pure in ipotesi di successiva circolazione delle obbligazioni.

lege e il rapporto che lega gli obbligazionisti, tra loro e con la società, ha carattere associativo²⁶¹.

Ad avviso di chi scrive, gli apprezzabili tentativi dottrinali di individuazione della natura giuridica dell'organizzazione degli obbligazionisti non sono pervenuti a risultati del tutto soddisfacenti. Ed in effetti, nello sforzo di ricondurre l'organizzazione degli obbligazionisti all'uno o all'altro istituto civilistico, ma al contempo dovendosi escludere la totale coincidenza dei presupposti giuridici ovvero la piena applicabilità della relativa disciplina, si giunge inevitabilmente a una sussunzione "condizionata". E così, coloro i quali optano per ricondurre l'organizzazione degli obbligazionisti all'alveo dell'associazione devono, purtuttavia, riconoscere che si tratterebbe di associazione atipica, che non nasce per atto di autonomia contrattuale, bensì *ex lege* ovvero considerarne inapplicabili taluni profili di disciplina, quali quelli relativi all'esclusione e al recesso²⁶². Le tesi che assimilano l'organizzazione degli obbligazionisti al consorzio, d'altro canto, si scontrano con le peculiarità della figura e, in particolare, con l'impossibilità di ravvisare negli obbligazionisti la qualità di imprenditori²⁶³.

In realtà non sembra che l'elemento della volontà possa essere del tutto svalutato con riferimento all'organizzazione degli obbligazionisti. E' vero, infatti, che l'organizzazione si costituisce *ex lege* al momento della sottoscrizione delle obbligazioni e che non è necessaria alcuna manifestazione di volontà da parte dell'obbligazionista, il quale partecipa all'organizzazione se e in quanto titolare di obbligazioni. Né sembra, come pure è stato argomentato al fine di sostenere che si tratti di un'organizzazione volontaria²⁶⁴, che l'elemento della volontà possa essere recuperato facendo riferimento al contratto di sottoscrizione²⁶⁵. Sotto tale profilo, infatti, non si tratterebbe della manifestazione di una volontà diretta alla costituzione di un'associazione (l'organizzazione degli obbligazionisti), bensì della volontà rivolta alla sottoscrizione di un prestito obbligazionario, rispetto alla quale la creazione e la

²⁶¹ Cfr. N. DE LUCA-A. STAGNO D'ALCONTRES, *Obbligazioni di società*, cit., 830 ss.; M. ONZA, *Art. 2415 c.c.*, in *Codice commentato delle società*, cit., 1408.

²⁶² In tal senso si veda D. PETTITI, *I titoli obbligazionari*, cit., 206, nonché G.F. CAMPOBASSO, *L'organizzazione degli obbligazionisti*, cit., 491.

²⁶³ L'obiezione di T. ASCARELLI, *Problemi in tema di titoli obbligazionari*, cit., 301, nota 10, è di recente ripresa da A.G. PLATANIA-F. PLATANIA, *Art. 2415 c.c.*, cit., 70.

²⁶⁴ Cfr. D. PETTITI, *I titoli obbligazionari*, cit., 54.

²⁶⁵ Così D. PETTITI, *I titoli obbligazionari*, cit., 30, il quale afferma che "derivando la costituzione del gruppo come effetto del consenso risultante dalle due manifestazioni di volontà della società emittente e dei sottoscrittori, mi pare che la natura di associazione volontaria non possa essere contestata", precisando tuttavia "anche se la istituzione del gruppo organizzato è forse più un fenomeno di integrazione legale necessaria del contratto (art. 1374; 1339 c.c.) che non un effetto diretto dell'autonomia privata.

partecipazione all'organizzazione degli obbligazionisti sono conseguenze di legge²⁶⁶. Eppure, proprio nel contratto di prestito obbligazionario, in ossequio all'autonomia contrattuale, la volontà delle parti potrebbe trovare ampia espressione, anche con riferimento ad aspetti di disciplina relativi all'organizzazione degli obbligazionisti²⁶⁷, potendosi concludere che l'organizzazione degli obbligazionisti trova le sue fonti nel contratto di prestito e nella legge²⁶⁸.

Occorre, altresì, domandarsi se le tradizionali ipotesi di inquadramento della natura giuridica dell'organizzazione degli obbligazionisti, proposte nel tempo dalla dottrina, non debbano ora essere rimesse alla luce dell'istituzione di nuovi strumenti finanziari, i cui portatori risultano anch'essi dotati di forme organizzative di fonte legislativa e negoziale²⁶⁹. L'introduzione ad opera della riforma del 2003 di nuovi strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi è stata infatti associata, laddove tali strumenti abbiano caratteri di serialità e standardizzazione²⁷⁰, alla previsione di assemblee speciali ovvero di organizzazioni di categoria²⁷¹.

²⁶⁶ Da questo punto di vista, appare condivisibile il riferimento al meccanismo di integrazione legale del contratto di cui all'art. 1374 c.c. In senso analogo a quanto sostenuto nel testo si veda F. GALGANO, *Recensione a Domenico Pettiti*, cit., 323.

²⁶⁷ Diversamente F. GALGANO, *Repliche in tema di società personali, principio di maggioranza e collegialità*, cit., 224 s., nota 59. L'Autore ritiene infatti che, indipendentemente dall'esatta qualificazione della natura giuridica dell'organizzazione degli obbligazionisti – da egli, peraltro, individuata nell'associazione non riconosciuta o nel consorzio – le norme relative all'organizzazione degli obbligazionisti rimangono norme della società per azioni, nella cui organizzazione il gruppo degli obbligazionisti è inserito. Ne deriverebbe che agli obbligazionisti manca il potere di darsi il proprio ordinamento, potere che è proprio di ogni gruppo caratterizzato da autonomia: la previsione di regole di funzionamento diverse per l'assemblea prevista dall'art. 2415 c.c. non potrebbe avvenire ad opera di una deliberazione dell'assemblea degli obbligazionisti, ma solo attraverso una deliberazione dell'assemblea della società emittente.

²⁶⁸ L'ampiezza degli spazi lasciati all'uno o all'altra dipende dalla soluzione che si intende dare al quesito circa la derogabilità della disciplina legale sull'organizzazione degli obbligazionisti, su cui cfr. *infra* par. 9.

²⁶⁹ Su cui si vedano M. NOTARI, *Le categorie speciali di azioni e gli strumenti finanziari partecipativi*, ne *Il nuovo ordinamento delle società*, Milano, 2003, 45 ss., il quale rileva che la mancanza di una disciplina più complessa ed elaborata in materia di strumenti finanziari partecipativi di cui all'art. 2346, comma 6, c.c. conferma la scelta del legislatore di rimettere all'autonomia negoziale il compito di regolare, anche sotto il profilo organizzativo, tali strumenti (*ivi*, 86); ID., *Azioni e strumenti finanziari: confini delle fattispecie e profili di disciplina*, in *Banca Borsa tit. cred.*, 2003, 542 ss.; ID., *Partecipazione al rischio di impresa, strumenti finanziari e categorie giuridiche*, in *Scritti Giuridici per Piergaetano Marchetti. Liber discipulorum*, Milano, 2011, 497 ss.; G. FERRI JR, *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, in *Riv. dir. comm.*, 2003, 805 ss.; M. LAMANDINI, *Autonomia negoziale e vincoli di sistema nella emissione di strumenti finanziari da parte delle società per azioni e delle cooperative per azioni*, in *Banca Borsa tit. cred.*, 2003, 519 ss.; A.M. LEOZAPPA, *Diritti di categoria e assemblee speciali*, Milano, 2008, *passim*.

²⁷⁰ Cfr. M. NOTARI, *Le categorie speciali di azioni e gli strumenti finanziari partecipativi*, cit., 87; N. CIOCCA, *Gli strumenti finanziari obbligazionari*, cit., 88, nota 191.

²⁷¹ In particolare, muovendo dagli strumenti finanziari partecipativi, accanto alle tradizionali figure delle assemblee speciali previste per le categorie speciali di azioni dall'art. 2376, comma 1, c.c., da una parte, e dell'assemblea e del rappresentante comune dei possessori di azioni di risparmio di cui

Nel quadro delineato dalla riforma, dunque, l'organizzazione degli obbligazionisti appare più facilmente accostabile ad altre forme organizzative, delle quali sovente essa stessa assurge a modello²⁷². All'interno di tale categoria, è possibile rinvenire nell'organizzazione degli obbligazionisti una più spiccata affinità con altre organizzazioni di meri creditori titolari di strumenti finanziari²⁷³.

Quanto alla natura giuridica delle figure in esame, queste non appaiono in realtà configurabili come enti o organizzazioni autonome, bensì quali procedimenti

agli artt. 146 e 147 TUF, dall'altra, in corrispondenza dei nuovi strumenti finanziari partecipativi emergono nuove organizzazioni di gruppo a tutela degli interessi di categoria. Così, i portatori di strumenti finanziari partecipativi di cui all'art. 2346, comma 6 c.c., forniti di diritti amministrativi, saranno riuniti in assemblea speciale ai sensi dell'art. 2376, comma 1, c.c. (su cui cfr., in particolare, G. FERRI JR, *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, cit., 825 s.). Si consideri inoltre che, a mente dell'art. 147-bis TUF, la disciplina degli artt. 146 e 147 TUF si applica alle assemblee speciali previste dall'articolo 2376, comma 1, del codice civile, qualora le azioni siano quotate. Per quanto concerne gli strumenti finanziari non partecipativi, l'art. 2411, ultimo comma, c.c. estende, tra l'altro, l'applicazione della disciplina relativa all'organizzazione degli obbligazionisti anche ai portatori di strumenti finanziari che condizionano i tempi e l'entità del rimborso del capitale all'andamento economico della società (meccanismo su cui esprime una posizione critica, alla luce della scarsa incisività dei poteri dei portatori di titoli, ASSOCIAZIONE DISIANO PREITE, *Il diritto delle società*⁴, cit., 131). I portatori di strumenti finanziari di partecipazione all'affare di cui all'art. 2447-ter, comma 1, lett. e), c.c., d'altro canto, saranno dotati di un'organizzazione provvista di un'assemblea speciale e di un rappresentante comune, disciplinata dall'art. 2447-octies c.c. e modellata – anche mediante rinvii alla relative disposizioni – su quella dell'organizzazione degli obbligazionisti. Sembraerebbero rimanere esclusi da tale quadro gli strumenti finanziari partecipativi dotati di soli diritti patrimoniali, non richiamati dall'art. 2376, comma 1 c.c., laddove la norma estende la disciplina delle assemblee speciali delle azioni di categorie speciali ai possessori di strumenti finanziari partecipativi dotati di diritti amministrativi. L'incongruenza, che parrebbe lasciar rivivere la regola unanimistica, implicante la necessità del consenso di tutti i possessori degli strumenti finanziari appartenenti alla categoria in ipotesi di modifiche dello statuto che ne pregiudichino i diritti, è risolta in via interpretativa dalla dottrina. Secondo un primo orientamento, nonostante il tenore letterale, l'art. 2376, comma 1, c.c. comprenderebbe l'intera categoria degli strumenti finanziari partecipativi di cui all'art. 2346, comma 6, c.c.; cfr. M. NOTARI, *Le categorie speciali di azioni e gli strumenti finanziari partecipativi*, cit., 86. Di contro, l'applicazione delle norme sull'organizzazione degli obbligazionisti dovrebbe considerarsi estesa anche ai portatori di strumenti finanziari non azionari, privi di diritti amministrativi, di cui all'art. 2346, ultimo comma, c.c., secondo la prospettazione di N. CIOCCA, *Gli strumenti finanziari obbligazionari*, cit., 102.

²⁷² Si consideri, in particolare, la struttura dell'organizzazione dei portatori di strumenti finanziari di partecipazione all'affare di cui all'art. 2447-octies c.c. (“costruito ad immagine e somiglianza della disciplina dell'assemblea degli obbligazionisti, alla quale si fa altresì ampio rinvio”, così M. NOTARI, *Azioni e strumenti finanziari: confini delle fattispecie e profili di disciplina*, cit., 544), l'integrale applicazione delle disposizioni di cui all'art. 2415 ss. per i portatori di strumenti finanziari c.d. para-obbligazionari di cui all'art. 2411, c. 3 c.c. e, secondo parte della dottrina, richiamata alla nota precedente, l'estensione della disciplina dell'organizzazione degli obbligazionisti ai portatori di strumenti finanziari dotati solo di diritti patrimoniali di cui all'art. 2346, comma 6, c.c.

²⁷³ Rileva, invece, che l'assemblea degli obbligazionisti è modellata “ad immagine e somiglianza di un'assemblea speciale di azionisti”, G. COTTINO, *Diritto societario*², cit., 489.

decisionali che consentono ai sottoscrittori di un medesimo strumento di assumere delle determinazioni destinate a incidere sulla società emittente²⁷⁴.

A fronte di tale congerie di organizzazioni di portatori di strumenti finanziari può ritenersi che la necessità di classificare secondo gli schemi tradizionali l'organizzazione degli obbligazionisti abbia perso rilievo. Venendo alle disposizioni cui fare riferimento per colmare eventuali lacune, sembra che la figura maggiormente assimilabile all'assemblea degli obbligazionisti sia l'assemblea degli azionisti, in particolare straordinaria, alla cui disciplina, del resto, lo stesso legislatore fa esplicito rinvio con l'art. 2415, comma 3, c.c.²⁷⁵. Per quanto concerne il rappresentante comune, invece, il suo incarico potrebbe essere di volta in volta accostato a quello

²⁷⁴ Così "l'assemblea speciale si configura come uno strumento tecnico di attuazione del programma societario e di realizzazione dell'ordine giuridico, consentendo, per il tramite della contrapposizione degli organi, l'adeguamento della struttura corporativa alle concrete esigenze della prassi"; cfr. A.M. LEOZAPPA, *Diritti di categoria e assemblee speciali*, cit., 144. E si veda già C. COSTA, *Le assemblee speciali*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, 3, **, Torino, 1993, 512 ss., il quale però negava che le assemblee speciali costituissero organi di organizzazioni di categoria, ritenendo che l'art. 2376 c.c. istituisse delle particolari modalità procedurali attraverso le quali i rapporti tra le categorie, provvisoriamente configurati nel contratto sociale, potessero essere modificati nel successivo svolgimento del rapporto. L'incidenza delle decisioni della categoria sulla società emittente assume, poi, una connotazione del tutto peculiare con riferimento agli strumenti finanziari ex art. 2346, comma 6, c.c., ai quali, alla luce dell'art. 2351, comma 5, c.c., può essere attribuito il diritto di voto, da esercitare in sede di assemblea speciale, anche in relazione a diritti e prerogative sottratti agli stessi azionisti, tra cui la nomina di un componente indipendente del consiglio di amministrazione o del consiglio di sorveglianza o di un sindaco; cfr. M. NOTARI, *Azioni e strumenti finanziari: confini delle fattispecie e profili di disciplina*, cit., 550 s.

²⁷⁵ Il generico richiamo alle norme relative all'assemblea straordinaria dei soci, mirante a colmare le lacune derivanti dalla mancata previsione di una disciplina di dettaglio in materia di procedimento assembleare, vale a integrare la previsione normativa anche con riferimento alle maggioranze previste ai fini della valida costituzione e adozione di deliberazioni. Ai sensi degli artt. 2368 e 2369 c.c., occorrerà, a tal fine, distinguere a seconda che la società faccia ricorso o meno al mercato del capitale di rischio. Nel primo caso il *quorum* costitutivo sarà pari ad almeno la metà del capitale sociale in prima convocazione e più di un terzo in seconda; il *quorum* deliberativo pari ad almeno due terzi del capitale rappresentato in assemblea. Lo statuto potrà prevedere convocazioni successive, per le quali il *quorum* costitutivo si ridurrà a un quinto del capitale sociale. Per quanto concerne le società che non fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, in prima convocazione la delibera dovrà essere assunta col voto favorevole di più della metà del capitale; in seconda convocazione (nonché nelle eventuali convocazioni ulteriori) il *quorum* costitutivo previsto è più di un terzo del capitale sociale e il *quorum* deliberativo due terzi del capitale rappresentato in assemblea. Cfr. R. CAVALLO BORGIA, *Art. 2415 c.c.*, cit., 139 s. Ad avviso di parte della dottrina, tuttavia, l'operatività di tali *quorum* con riferimento all'assemblea degli obbligazionisti dipenderebbe non già dalla connotazione di società aperta o chiusa propria della società emittente, bensì dall'essere o meno le obbligazioni diffuse fra il pubblico in maniera rilevante. Sul punto, per tutti, cfr. G. PELLEGRINO, *L'organizzazione degli obbligazionisti*, cit., 74 ss.

dell'amministratore di società²⁷⁶, del liquidatore ovvero del curatore fallimentare, ai fini dell'integrazione della relativa disciplina.

6. *La posizione dell'organizzazione degli obbligazionisti rispetto alla società emittente.*

Il tema della posizione dell'organizzazione degli obbligazionisti rispetto alla società emittente impone di approfondire se e in quale misura l'organizzazione degli obbligazionisti debba ritenersi incorporata nella struttura organizzativa della società emittente.

Da una parte, non è revocabile in dubbio che gli obbligazionisti siano, pur sempre, creditori della società, rispetto alla quale si pongono classici problemi di conflitto di interessi²⁷⁷. Da questo punto di vista, è da condividersi l'orientamento che esclude che gli organi dell'organizzazione degli obbligazionisti possano qualificarsi come organi della società²⁷⁸.

D'altra parte, tuttavia, è innegabile che il nesso che avvince gli obbligazionisti alla società non possa essere ridotto all'aspetto meramente contrattuale, come emerge dalla sussistenza di evidenti indici normativi che valgono a connotare il rapporto tra obbligazionisti e società emittente in termini tipici e del tutto peculiari rispetto a quello intercorrente con altri creditori. Si pensi all'ingerenza della società emittente nell'organizzazione degli obbligazionisti, che si manifesta nel potere di convocazione dell'assemblea, attribuito agli amministratori o al consiglio di gestione della società

²⁷⁶ Proprio al parametro della diligenza cui devono attenersi gli amministratori si ritiene debba rapportarsi la diligenza richiesta. Sul punto, anche dopo la riforma dell'art. 2392 c.c., cfr. M. SARALE-R. RIVARO, *Le obbligazioni*, cit., 563; G. DATI, *Art. 2418 c.c.*, ne *Il nuovo diritto delle società*, cit., 1310; G. COTTINO, *Diritto societario*², cit., 490. *Contra*, R. CAVALLO BORGIA, *Art. 2418 c.c.*, *Della società per azioni*, cit., 191; G. PELLEGRINO, *L'organizzazione degli obbligazionisti*, 195 s., secondo cui deve applicarsi la regola generale *ex art. 1710 c.c.*, operante con riferimento all'associazione riconosciuta.

²⁷⁷ Ne sono espressione l'art. 2415, comma 4, che impedisce alla società emittente di partecipare all'assemblea degli obbligazionisti per le obbligazioni da essa possedute e l'art. 2417, comma 1, c.c. in relazione all'incompatibilità degli esponenti aziendali della società emittente con il ruolo di rappresentante comune.

²⁷⁸ In tal senso, con riferimento al rappresentante comune, cfr. Trib. Milano, 29 febbraio 1968, in *Giust. civ.*, 1960, I, 739 ss. con nota di C. GIANNATTASIO, *Determinazione del compenso del rappresentante comune degli obbligazionisti e obbligo di corrisponderlo*. E sul punto cfr. anche C. COSTA, *Il rappresentante comune degli azionisti di risparmio*, cit., 4 ss. il quale critica la dottrina che non si è posta "il problema se ci si trovasse di fronte a degli organi sociali, anche se con finalità particolari" e ritiene che la teorizzazione dell'organizzazione degli obbligazionisti quale gruppo esterno alla società discenda da due presupposti sbagliati: l'idea che la disciplina derivasse da quella relativa al voto degli obbligazionisti nel concordato preventivo, ove la posizione di estraneità degli obbligazionisti rispetto alla società appariva il fondamento della norma; una rigida contrapposizione tra azionisti e obbligazionisti.

dall'art. 2415, comma 2, c.c.²⁷⁹; nella facoltà di assistervi, estesa ai sindaci e ai componenti del consiglio di sorveglianza, di cui all'art. 2415, comma 5, c.c.²⁸⁰; nel potere di sollecitare la nomina del rappresentante comune in caso di inerzia degli obbligazionisti, previsto dall'art. 2417, comma 2, c.c.²⁸¹. Di converso, al rappresentante comune è riconosciuto il diritto di assistere all'assemblea dei soci dall'art. 2418, comma 1 c.c., nonché il diritto di ispezionare il libro delle adunanze e delle deliberazioni dei soci dall'art. 2422, comma 2, c.c.

Si finisce così per riconoscere che, sebbene l'organizzazione degli obbligazionisti debba essere considerata un gruppo autonomo rispetto alla società emittente, sia ravvisabile uno stretto collegamento tra le due²⁸². In una prospettiva più estrema, è stato rilevato che gli obbligazionisti, proprio come gli azionisti di categorie speciali, si pongono all'interno della società e attraverso la gestione della società realizzano il proprio interesse²⁸³.

In realtà, non sembra doversi attribuire particolare rilevanza alla sensibilità all'andamento della gestione sociale che accomunerebbe azionisti e obbligazionisti. Tale caratteristica, indubbiamente presente, è insufficiente tuttavia a qualificare la specifica posizione degli obbligazionisti rispetto agli altri creditori sociali, anch'essi

²⁷⁹ Il legislatore investe, dunque, di tale legittimazione non solo soggetti interni alla stessa organizzazione, ma anche (e, stando alla collocazione letterale, in *primis*) l'organo gestorio della società emittente, a riprova del rilievo non meramente autoreferenziale dell'organizzazione. La previsione è stata oggetto di modifica nel 2012, quando l'indicazione dei predetti organi è stata inserita dal legislatore in sostituzione delle parole "dagli amministratori". E' da ritenersi che l'innovazione in esame, adottata col medesimo provvedimento legislativo che ha apportato analoga modifica alla disciplina in tema di convocazione di assemblea di società per azioni (d. lgs. 18 giugno 2012, n. 91), sia stata dettata dalla stessa esigenza di chiarire inequivocabilmente la competenza collegiale dell'organo gestorio alla convocazione. Desta perplessità, tuttavia, il mancato riferimento, nella norma relativa alla convocazione dell'assemblea degli obbligazionisti, all'amministratore unico.

²⁸⁰ Tale facoltà assicura il coinvolgimento e l'informazione dell'emittente circa l'attività dell'assemblea, oltre che, di converso, la possibilità di fornire informazioni agli obbligazionisti in sede assembleare, come sottolinea G. PELLEGRINO, *L'organizzazione degli obbligazionisti*, cit., 84 ss.

²⁸¹ Su cui, *amplius*, *supra* par. 3.2.

²⁸² Cfr. G.F. CAMPOBASSO, *L'organizzazione degli obbligazionisti*, cit., 491; F. FERRARA JR., *Gli imprenditori e le società*⁶, (rist. aggiornata da F. CORSI), cit., 554; V. COLUSSI, voce *Obbligazioni di Società*, cit., 4. In senso analogo si veda D. PETTITI, *I titoli obbligazionari*, cit., 51 ss. Ritene che il gruppo degli obbligazionisti, pur costituendo un'autonoma associazione, sia al tempo stesso elemento di organizzazione della società per azioni, F. GALGANO, *Repliche in tema di società personali, principio di maggioranza e collegialità*, cit., 223 ss., nota 59 e, analogamente, G. CABRAS, *Le opposizioni dei creditori nel diritto delle società*, Milano, 1978, 173 ss.

²⁸³ Per la qualificazione degli obbligazionisti come gruppo interno alla società, si vedano G. FERRI, *Recensione a Pettiti, I titoli obbligazionari delle società per azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 1965, I, 160; R. CAVALLO BORGIA, *Art. 2415*, cit., 135 ss.; ID., *Le obbligazioni convertibili in azioni*, Milano, 1978, 187; G. SCORZA, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, cit., 47. *Contra* L. MOSSA, *Obbligazioni e obbligazionisti nella società per azioni*, cit., 78. D. PETTITI, *I titoli obbligazionari*, cit., 51 esclude che il gruppo degli obbligazionisti venga a inserirsi nell'organizzazione sociale. E si veda anche G. VALERI, *Manuale di diritto commerciale*, cit., n. 166, 175, secondo cui non può dirsi che l'organizzazione degli obbligazionisti formi parte integrante dell'organismo della società per azioni.

senz'altro titolari di un interesse meritevole di tutela al buon andamento della società, tanto da vedersi attribuiti determinati poteri di intervento²⁸⁴. Sotto questo profilo, può infatti ritenersi che debba considerarsi esteso anche agli obbligazionisti il riconoscimento dei poteri spettanti ai creditori sociali in quanto tali.

E tuttavia vi è un *quid pluris* che caratterizza gli obbligazionisti, distinguendoli da altri creditori sociali privi di un'organizzazione di categoria. Si tratta, in particolare, del loro inserimento nella struttura organizzativa della società emittente attraverso organi che replicano, in certa misura, quelli della società stessa²⁸⁵ e che con essi "dialogano"²⁸⁶.

Potrebbe così sostenersi che l'organizzazione degli obbligazionisti assuma una rilevanza esterna rispetto alla società emittente, di cui gli obbligazionisti restano creditori sociali e, al contempo, una rilevanza interna, per lo stabile inserimento del gruppo nella struttura organizzativa della società.

La duplice e inscindibile natura degli obbligazionisti, creditori sociali e, al contempo legati all'organizzazione della società, sembra dunque poter autorizzare soluzioni interpretative che, tenendo conto dello stretto rapporto tra società emittente e organizzazione degli obbligazionisti e delle analogie tra gli organi delle due, giustificano l'applicazione di norme e principi, primo fra tutti il principio di maggioranza, coesenziali al funzionamento e all'operatività dei relativi organi.

7. *La ratio della disciplina dell'organizzazione degli obbligazionisti.*

La previsione di una disciplina relativa all'organizzazione degli obbligazionisti risponde a una duplice finalità²⁸⁷. Da una parte, se ne ravvisa la *ratio* nell'esigenza di assicurare un'efficace tutela agli obbligazionisti. Dall'altra parte, la presenza di un'organizzazione degli obbligazionisti è volta a facilitare, ove fosse necessario, modifiche alle originarie condizioni del prestito.

Se il riconoscimento di tali finalità appare una costante nel pensiero giuridico contemporaneo, è invece piuttosto dibattuto quale tra le due finalità debba ritenersi prevalente. L'individuazione dei principali interessi sottesi alla disciplina e dell'ambito riservato dal legislatore ad altri concomitanti interessi, quale l'interesse individuale del singolo obbligazionista, assume un'incidenza notevole sull'oggetto

²⁸⁴ Si pensi all'opposizione alla riduzione del capitale, alla fusione, alla trasformazione. In generale cfr. G. CABRAS, *Le opposizioni dei creditori nel diritto delle società*, cit., *passim*.

²⁸⁵ Rileva che l'assemblea degli obbligazionisti "è chiaramente strutturata sul modello dell'assemblea degli azionisti" V. COLUSSI, voce *Obbligazioni di Società*, cit., 5.

²⁸⁶ Analoghe considerazioni potrebbero valere ora per le organizzazioni di categoria dei portatori di strumenti finanziari introdotti dalla riforma del 2003, su cui si veda *supra*, par. 5.

²⁸⁷ Per tutti, cfr. G.F. CAMPOBASSO, *L'organizzazione degli obbligazionisti*, cit., 489.

della ricerca, contribuendo a delimitare, nel senso dell'ampliamento ovvero della riduzione, l'autonomia contrattuale del gruppo degli obbligazionisti.

7.1. *La tutela collettiva dell'interesse comune.*

Come si è avuto modo di rilevare, l'organizzazione degli obbligazionisti nasce dall'esigenza di assicurare una tutela uniforme e più efficiente ai portatori di titoli appartenenti alla stessa emissione. È infatti innegabile che gli obbligazionisti siano accomunati da un medesimo interesse, il cui contenuto peraltro è suscettibile di evolversi nel tempo, e che una tutela in forma collettiva, anche sul piano processuale, si configura quale opzione migliore sotto diversi profili, sia quando la società è *in bonis* sia quando subentra la crisi²⁸⁸.

In primo luogo, l'esiguo ammontare dei singoli crediti, frazioni dell'unitario prestito obbligazionario, è elemento che disincentiva il singolo investitore a seguire attivamente l'evolversi dell'andamento della società, soprattutto nel lungo periodo. Rispetto ai prestiti emessi da enti pubblici, inoltre, il rischio di *default* del debitore privato è più elevato²⁸⁹. Nell'ipotesi in cui si renda necessario un intervento in via giudiziale o stragiudiziale, poi, i relativi costi, se comparati all'importo dell'investimento, rendono diseconomica l'iniziativa individuale. Al di là dei costi, inoltre, laddove si ammettessero azioni promosse dai singoli obbligazionisti, ciascuno per il proprio credito ma ancorate ai medesimi presupposti, si assisterebbe al moltiplicarsi di iniziative disparate e prive di coordinamento²⁹⁰.

L'esigenza di una tutela collettiva dell'interesse comune, poi, affiora con particolare impellenza nel momento in cui la società emittente affronta una situazione di crisi che potrebbe volgere al dissesto. In questo caso, infatti, solo un'azione unitaria e coordinata consente di ridurre i tempi e i costi della rinegoziazione e di raggiungere decisioni ottimali in tempi brevi, evitando il depauperamento del patrimonio sociale.

Che l'intenzione del legislatore, nell'introduzione della disciplina dell'organizzazione della categoria, fosse quella di garantire un'efficace tutela

²⁸⁸ Rileva che la disciplina dell'organizzazione degli obbligazionisti mira a tutelare l'interesse comune dei sottoscrittori lungo tutto il periodo di durata del prestito e non solo nei momenti di crisi della società emittente S. PESCATORE, *Il rappresentante comune degli obbligazionisti*, cit., 127, nota 49.

²⁸⁹ Cfr. G.F. CAMPOBASSO, *L'organizzazione degli obbligazionisti*, cit., 487.

²⁹⁰ Sul punto cfr. G. FRÈ, *Art. 2415 c.c.*, cit., 609, il quale osserva che la comune difesa degli obbligazionisti richiede una unità di azione e una rapidità di decisione difficilmente raggiungibile se si dovesse attendere l'azione dei singoli interessati.

dell'interesse comune degli obbligazionisti, del resto, è un dato che emerge da diverse fonti²⁹¹ ed è condiviso dalla prevalente dottrina e giurisprudenza²⁹².

Se la disciplina dell'organizzazione degli obbligazionisti tende ad agevolare la tutela dell'interesse comune occorre però domandarsi quale rilievo sia attribuito dal legislatore all'interesse individuale. Il dato normativo rivela, in proposito, che le posizioni soggettive non rimangono sprovviste di tutela, essendo ammesse azioni individuali degli obbligazionisti. L'interesse individuale, tuttavia, rimane in secondo piano laddove emerga l'interesse comune, rispetto al quale non può prevalere²⁹³. In questo caso, gli interessi individuali rilevano solo in quanto, mediati dal principio di maggioranza, concorrano alla definizione dell'interesse comune. Nell'assetto disegnato dal legislatore, dunque, sembra non esservi spazio per l'interesse individuale nelle materie di interesse comune²⁹⁴.

²⁹¹ Sono numerose le disposizioni che richiamano la tutela dell'interesse comune quale connotato della disciplina (artt. 2415, comma 1, n. 5 e 2418, commi 1 e 2, c.c.) e riferimenti a tale finalità emergono anche dalla Relazione al codice civile, n. 987, laddove si dice che, con l'introduzione della disciplina dell'organizzazione degli obbligazionisti, si rende di "questo complesso omogeneo di creditori della società un gruppo unitario nel comune interesse dei singoli che lo compongono".

²⁹² Cfr., in tal senso, *ex multis*, R. SACCHI, *Gli obbligazionisti nel concordato della società*, cit., 48; A. FORMIGGINI, *Diritti individuali degli azionisti privilegiati e degli obbligazionisti*, cit., 115, il quale, pur riconoscendo che lo scopo della disciplina è quello di "rinvigorire le sparse forze mediante la formazione di una massa organizzata", ritiene tuttavia che non sia stato raggiunto; S. PESCATORE, *Il rappresentante comune degli obbligazionisti*, cit., 127, nota 49; G. VALERI, *Manuale di diritto commerciale*, cit., n. 166, 175; T. ASCARELLI, *Problemi in tema di titoli obbligazionari*, cit., 301 e s., nota 11; A. DE GREGORIO, *Corso di diritto commerciale*⁴, cit., 328; F. GALGANO, *Diritto civile e commerciale*, cit., 438. In giurisprudenza si veda un celebre caso, relativo però alla previgente disciplina in materia di voto degli obbligazionisti nel concordato preventivo, ove già presente è il riferimento a "un interesse comune, dei possessori di obbligazioni fra loro e dei medesimi con la società: interesse che trascende i singoli rapporti giuridici che stanno a base della situazione, e suggerisce interventi e deliberazioni di carattere collettivo" (App. Roma, 14 marzo 1929, in *Giur. It.*, 1929, II, 228 ss. Per un'interessante ricostruzione della relativa vicenda giudiziaria si veda L. BOLAFFIO, *Il concordato preventivo secondo le sue tre leggi disciplinatrici*, cit., 244 ss.).

²⁹³ Si veda l'art. 2419 c.c., a mente del quale le azioni individuali degli obbligazionisti non sono precluse, salvo che siano incompatibili con le deliberazioni dell'assemblea previste dall'art. 2415 c.c.

²⁹⁴ Così S. PESCATORE, *Il rappresentante comune degli obbligazionisti*, cit., 132 ss., il quale rileva che, finché le posizioni individuali non siano venute a maturazione (ad esempio, il diritto agli interessi alla scadenza del termine o quello al rimborso successivamente all'estrazione a sorte) non si pone un problema di esercizio dei poteri individuali, perché si verte in una sfera riservata alla tutela collettiva. Sembra aderire a tale impostazione anche Trib. Milano, 2 marzo 1970, cit., che tuttavia giunge addirittura a negare che l'assemblea possa attribuire al rappresentante comune la tutela di diritti soggettivi maturati in capo ai singoli obbligazionisti. Di contrario avviso la dottrina maggioritaria: cfr. G.F. CAMPOBASSO, *L'organizzazione degli obbligazionisti*, cit., 518, secondo cui il limite dell'iniziativa del singolo "risiede non nel ricorrere di una vicenda di interesse comune, bensì nell'instaurarsi di un'azione di gruppo incompatibile"; D. PETTITI, *I titoli obbligazionari*, cit., 31 ss., secondo cui esiste una fascia di poteri spettanti ai singoli, ma soggetti al potere di intervento del gruppo; G. FERRI, *Le società*², cit., 507 s. e 511 s. È affermazione ricorrente in dottrina, inoltre, che

Sotto il profilo dell'autonomia contrattuale degli obbligazionisti, appare coerente con la *ratio* di tutela in forma collettiva dell'interesse comune che essi siano arbitri delle scelte incidenti sulle posizioni di tutti e che possano esercitare estesamente tale prerogativa, attraverso l'organizzazione a ciò preposta, sulla base del principio di maggioranza²⁹⁵. Non sembra, peraltro, che una ricostruzione in termini più ampi delle posizioni soggettive di spettanza individuale possa inficiare tale conclusione. Indipendentemente dalla tesi alla quale si acceda, infatti, il chiaro tenore letterale dell'art. 2419 c.c. preclude l'azione individuale dell'obbligazionista una volta che l'assemblea abbia adottato una deliberazione di segno contrario. Ne deriva che, laddove il contratto rimettesse alla competenza dell'assemblea la decisione sulle modifiche delle condizioni fondamentali del prestito obbligazionario, l'adozione di una simile deliberazione risulterebbe idonea a impedire al singolo di opporvisi attraverso un'azione individuale²⁹⁶.

all'obbligazionista è data la facoltà di agire non soltanto per la tutela di interessi particolari ed esclusivi, ma anche per la tutela di interessi comuni, venendo così "a integrare ed eventualmente a supplire la funzione di tutela attribuita all'assemblea, salvo la detta condizione che non vi debba essere incompatibilità o contrasto fra l'una e l'altra" (cfr. P. GRECO, *Lezioni di diritto commerciale*, cit., 234; F. FERRARA JR., *Gli imprenditori e le società*⁶, (rist. aggiornata da F. CORSI), cit., 557; G. FRÈ, *Artt. 2417-2420 bis c.c.*, cit., 625; A. GRAZIANI, *Diritto delle società*⁵, cit., 428). In termini estremamente pessimistici è stato rilevato che l'organizzazione in corpo separato, contrariamente agli intendimenti del legislatore, ha comportato un peggioramento nella posizione dell'obbligazionista e che "il creditore, pur essendo rimasto tale, ha posto in essere in realtà un'abdicazione ai suoi diritti individuali, che ha rimesso nelle mani della maggioranza dei coobbligazionisti" (cfr. A. FORMIGGINI, *Diritti individuali degli azionisti privilegiati e degli obbligazionisti*, cit., 115 e s.). Adottano una posizione intermedia coloro i quali ritengono che la preclusione all'esercizio individuale dei diritti spettanti ai singoli venga meno non solo nei casi in cui non ricorra un'esigenza di tutela dell'interesse comune, ma anche in caso di assoluta inattività del gruppo (cfr. G. PELLEGRINO, *L'organizzazione degli obbligazionisti*, cit., 197 ss. e, in senso analogo, N. DE LUCA-A. STAGNO D'ALCONTRES, *Obbligazioni di società*, cit., 839, che tuttavia precisano che un eventuale conflitto di azioni non può determinarsi in relazione alle posizioni che l'ordinamento attribuisce alla competenza esclusiva dell'assemblea, come l'accettazione delle proposte di modifica delle condizioni di prestito).

²⁹⁵ Vi è una certa varietà di opinioni, invece, sull'ammissibilità di modifiche individuali al contenuto del rapporto obbligatorio. Sul punto, vi è chi ritiene che il singolo obbligazionista abbia senz'altro il potere di gestire individualmente il rapporto negoziale con la società, salvo il limite delle deliberazioni dell'assemblea speciale (cfr. G.F. CAMPOBASSO, *L'organizzazione degli obbligazionisti*, cit., 520; R. CAVALLO BORGIA, *Art. 2419, Della società per azioni*, cit., 195; cfr., inoltre, l'articolata posizione di D. PETTITI, *I titoli obbligazionari*, cit., 37 ss., il quale esclude le modifiche individuali che aggravino la posizione della società emittente). Vi è poi chi reputa non ammissibili le modifiche individuali, da un lato, perché si verrebbe così a eludere l'applicazione delle norme sull'organizzazione degli obbligazionisti, che hanno natura imperativa, dall'altro lato, per via del carattere unitario del prestito (cfr. S. PESCATORE, *Il rappresentante comune degli obbligazionisti*, cit., 132, nota 57). Vi è, infine, chi ammette la possibilità di modifiche individuali, ritenendo però che in tal caso il portatore non possa più far parte dell'organizzazione di cui all'art. 2415 c.c., che si fonda sulla comunione di interessi derivante dall'unità della serie (cfr. T. ASCARELLI, *Problemi in tema di titoli obbligazionari*, cit., 301 s.).

²⁹⁶ Secondo la prospettazione di G. FRÈ, *Artt. 2417-2420 bis c.c.*, cit., 625, ad esempio, ai sensi dell'art. 2419 c.c. l'obbligazionista potrebbe agire individualmente per il pagamento degli interessi

7.2. *Il rilievo dell'interesse della società emittente.*

A fronte del rilievo della finalità di tutela dell'interesse comune degli obbligazionisti, occorre domandarsi quale sia il ruolo dell'interesse della società nella disciplina dell'organizzazione degli obbligazionisti.

Sul punto occorre premettere che nei prestiti obbligazionari diversi da quelli *corporate*, l'eventuale organizzazione dei portatori di titoli si prefigge come unico scopo la tutela del creditore, soprattutto in ipotesi di crisi del debitore²⁹⁷.

È innegabile, invece, che tra le finalità della disciplina in esame, debba riconoscersi autonoma rilevanza anche alla tutela dell'interesse della società emittente²⁹⁸. In altre parole non è revocabile in dubbio che l'istituzione di un'organizzazione degli obbligazionisti giovi anche alla società emittente, la quale beneficia della possibilità di rivolgersi a un interlocutore unitario, pure a fronte della molteplicità dei rapporti di credito, nonché soprattutto della possibilità di avvalersi di una deliberazione assunta a maggioranza per la modifica delle condizioni del prestito, in luogo della raccolta del consenso da parte dei singoli obbligazionisti²⁹⁹.

dovuti qualora la società emittente non dovesse adempiere al suo obbligo nei confronti di tutti gli obbligazionisti, ma non potrebbe farlo qualora l'assemblea avesse deliberato di concedere alla società debitrice una dilazione, fino alla scadenza del relativo termine. Quest'ultima conclusione dovrebbe, dunque, valere anche con riferimento a modifiche ben più radicali delle condizioni del prestito obbligazionario, autorizzate dall'assemblea degli obbligazionisti alla luce della competenza ad essa devoluta da un'apposita clausola del contratto.

²⁹⁷ In tal senso si veda N. DE LUCA-A. STAGNO D'ALCONTRES, *Obbligazioni di società*, cit., 830.

²⁹⁸ Cfr. T. ASCARELLI, *Problemi in tema di titoli obbligazionari*, cit., 301 e s., nota 11; A. DE GREGORIO, *Corso di diritto commerciale*⁴, cit., 328; G. SCORZA, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, cit. 46; S. PESCATORE, *Il rappresentante comune degli obbligazionisti*, cit., 130, nota 55; R. SACCHI, *Gli obbligazionisti nel concordato della società*, cit., 58; G.F. CAMPOBASSO, *L'organizzazione degli obbligazionisti*, cit., 488; F. FERRARA JR., *Gli imprenditori e le società*⁶, (rist. aggiornata da F. CORSI), cit., 554; F. GALGANO, *Diritto civile e commerciale*, cit., 439; ASSOCIAZIONE DISIANO PREITE, *Il diritto delle società*⁴, 129. La circostanza trova, inoltre, conferma nella ricostruzione storica e comparatistica. Così, nella Relazione di A. Scialoja al Progetto Vivante, cit., 285 s., si legge “[v]i fu un tempo in cui veniva vivamente reclamata la istituzione di un organo speciale, che fosse di difesa degli interessi dei numerosi e dispersi portatori di obbligazioni, e nello stesso tempo offrisse il modo alla società emittente di poter trattare con una rappresentanza stabile e regolare dei suoi creditori, in quelle molte e impensate occasioni che possono nascere, quando si tratta di rapporti giuridici di lunga durata”. E si veda D. PETTITI, *I titoli obbligazionari*, cit., 200, il quale evidenzia come le forme di organizzazione degli obbligazionisti “hanno costantemente trovato la loro ragione d'essere nello scopo di consentire agli obbligazionisti una più efficace tutela dei loro diritti, e in quello – forse ancora più sentito – di mettere l'emittente nella condizione di poter concretamente rivolgersi ad un soggetto che rappresenti gli obbligazionisti, al fine di poter concludere accordi modificativi delle originarie condizioni del debito obbligazionario”.

²⁹⁹ La circostanza che la competenza dell'assemblea ad assumere una decisione vincolante per tutti gli obbligazionisti sulla modifica delle condizioni del prestito obbligazionario risponda, prevalentemente, all'interesse della società sembra confermato dalle parole della Relazione al Codice

Tuttavia, non sembra che, nell'individuazione delle finalità della disciplina, l'interesse della società possa assurgere al rango di interesse preminente, come pure è stato sostenuto³⁰⁰.

Tale visione, infatti, sembra ridurre l'essenza dell'organizzazione degli obbligazionisti a un aspetto della disciplina, quello relativo alle modificazioni delle condizioni del prestito obbligazionario. Le posizioni richiamate, in altri termini, appaiono individuare il principale interesse sotteso alla normativa in materia di organizzazione degli obbligazionisti facendo leva su un solo profilo (indubbiamente fra i più rilevanti) della disciplina, ossia l'applicazione della regola maggioritaria per l'ottenimento del consenso degli obbligazionisti sulla modifica delle condizioni del prestito obbligazionario.

In realtà, sembra opportuno operare un distinguo: altro sono la *ratio* perseguita dal complesso della disciplina in materia di organizzazione degli obbligazionisti e gli interessi da questa tutelati, altro la specifica finalità ravvisabile, di volta in volta, in relazione alle singole previsioni che caratterizzano la disciplina stessa.

Nel novero delle disposizioni di cui agli artt. 2415 e ss., vi sono delle previsioni rispetto alle quali l'interesse della società emittente non assume un particolare rilievo, perché la finalità di tutela in forma comune dei diritti degli obbligazionisti appare prevalente³⁰¹. D'altro canto, sono rinvenibili altre norme che appaiono dettate

Civile, al n. 987, laddove si ritiene di precisare che “[è] parso peraltro che tale sistema costituisse in definitiva un vantaggio per gli stessi obbligazionisti, per la considerazione che la tempestiva modificazione delle condizioni del prestito può essere in determinati casi il mezzo migliore per assicurare ai portatori delle obbligazioni la realizzazione del loro credito”, lasciando presupporre che lo schema sia posto, *in primis*, a vantaggio della controparte.

³⁰⁰ In tal senso cfr. F. GALGANO, *La società per azioni*, cit., 201 e ID., *Diritto civile e commerciale*, cit., 439 il quale rileva come altrimenti non si comprenderebbe perché l'interesse comune non sia analogamente protetto con riferimento ai portatori di titoli di debito pubblico. Secondo l'Autore, l'interesse protetto è dunque quello della società emittente, “la quale può più agevolmente ottenere da una assemblea deliberante a maggioranza ciò che le sarebbe, altrimenti, assai arduo ottenere da ciascuno degli obbligazionisti”, rilevando altresì che, in alternativa, il legislatore ben avrebbe potuto riconoscere alla società emittente la possibilità di riservarsi, in sede di emissione, il potere di adottare modifiche unilaterali, come avviene nel settore del debito pubblico. Cfr., altresì, G. CABRAS, *Le opposizioni dei creditori nel diritto delle società*, cit., 173 s., il quale osserva che la modificazione delle condizioni del prestito potrebbe avvenire solo a favore della società emittente, ossia per ridurre condizioni per essa troppo gravose e ciò dimostrerebbe che “il legislatore, introducendo l'organizzazione degli obbligazionisti, ha tenuto conto, più che dell'interesse comune di questi, di quello della società”. L'Autore, peraltro, prosegue sostenendo che l'organizzazione degli obbligazionisti, che rappresenterebbe un'ipotesi di ingerenza di terzi nelle società, “in realtà consente alla società debitrice di inglobare dentro di sé i propri creditori, costringendoli a subire il principio maggioritario e ottenere così con maggiore facilità modificazioni del prestito ad essa più favorevoli, grazie anche all'assenteismo degli obbligazionisti e al controllo della stessa società emittente su un numero consistente di obbligazioni” (*ivi*, 174).

³⁰¹ Si pensi, ad esempio, all'attribuzione della rappresentanza processuale del rappresentante comune anche nelle procedure concorsuali, che non appare rispondere a un interesse della società emittente. Ma la stessa nomina di un determinato rappresentante comune ovvero la costituzione del

soprattutto nell'interesse della società emittente³⁰², tra cui quella relativa alle modificazioni del prestito obbligazionario. Tale previsione, che risponde a una delle esigenze da cui trae origine la disciplina dell'organizzazione degli obbligazionisti, nasce per agevolare la raccolta del consenso di una molteplicità di creditori a beneficio del debitore³⁰³. Sotto tale profilo, si può convenire con la conclusione per cui l'interesse della società emittente, in questo ambito, acquista un rilievo prevalente. Prevalente, però, e non certamente unico. Si consideri, infatti, che la proposta di modifica delle condizioni del prestito obbligazionario, formulata dalla società emittente in relazione alle proprie esigenze e rispondente al proprio interesse, non sarà, per ciò solo, in linea con l'interesse comune, non essendovi necessaria coincidenza tra i due³⁰⁴.

È chiaro, in definitiva, che l'organizzazione degli obbligazionisti nasce anche per rispondere all'interesse della società emittente e che a tale interesse, in particolare, è ricondotta la possibilità per gli obbligazionisti di deliberare a maggioranza sulle modificazioni delle condizioni del prestito obbligazionario. Da questo punto di vista, risulterebbe allora pienamente compatibile con la *ratio* della disciplina, in quanto rispondente all'interesse della società emittente, un'estensione, in via convenzionale, dei casi in cui l'assemblea degli obbligazionisti può deliberare in base al principio maggioritario, fino a ricomprendervi modifiche che incidono su elementi fondamentali del prestito³⁰⁵.

8. *La natura imperativa o suppletiva della disciplina dell'organizzazione degli obbligazionisti.*

La dottrina tradizionale ha generalmente riconosciuto natura imperativa alla disciplina in materia di organizzazione degli obbligazionisti e, su questo presupposto,

fondo spese o gli altri oggetti di interesse comune degli obbligazionisti, che rappresentano materie di competenza dell'assemblea, appaiono in definitiva questioni rispetto alle quali è configurabile una mancanza di interesse della società emittente, la quale peraltro risulta privata del diritto di voto per le obbligazioni proprie dall'art. 2415, comma 4, c.c. (su questo tema cfr. *supra*, par. 3.1).

³⁰² Principalmente la previsione della competenza dell'assemblea degli obbligazionisti a deliberare sulla modifica delle condizioni del prestito obbligazionario, nonché sulla proposta di concordato, di cui all'art. 2415, comma 1, n. 2 e 3, c.c.

³⁰³ Per approfondimenti si veda *infra*, Cap. III.

³⁰⁴ Sviluppando un'idea espressa da G.F. CAMPOBASSO, *L'organizzazione degli obbligazionisti*, cit., 489. Secondo S. PESCATORE, *Il rappresentante comune degli obbligazionisti*, cit., 130, nota 55, proprio sulla base della richiamata coincidenza le modificazioni del prestito deliberate dall'assemblea degli obbligazionisti risultano vantaggiose sia per questi sia per la società emittente.

³⁰⁵ Il tema sarà sviluppato *infra*, par. 9.

raramente giustificato, ha tratto una serie di conclusioni, anche a livello interpretativo³⁰⁶.

A questa visione se ne affiancano altre più articolate e tese a mitigare, per certi aspetti, l'inderogabilità della disciplina legale, attraverso aperture all'autonomia negoziale. Pur muovendo dal medesimo presupposto della natura imperativa delle disposizioni relative all'organizzazione degli obbligazionisti, è ammessa così, entro certi limiti, la possibilità di "perfezionare" la disciplina legale in sede di emissione o assembleare³⁰⁷.

³⁰⁶ Cfr. S. PESCATORE, *Il rappresentante comune degli obbligazionisti*, cit., 132, nota 57, il quale nega l'ammissibilità di una modifica delle condizioni del prestito che riguardi un singolo obbligazionista tra l'altro perché "in questo modo verrebbe ad ammettersi un sistema assai semplice per eludere l'applicazione delle norme sull'organizzazione degli obbligazionisti (sulla cui natura imperativa non vi sono dubbi)"; F. GALGANO, *La società per azioni*, cit., 200 e, più di recente, ID., *Diritto civile e commerciale*, cit., 437, ove afferma che la disciplina dell'organizzazione degli obbligazionisti "è imperativamente determinata dal codice civile" e, negli stessi termini, G.L. BRANCADORO, *Art. 2415 c.c.*, in *Società di capitali. Commentario*, cit., 948; A. COSTA, *Art. 2415 c.c.*, cit., 1070. Afferma l'inderogabilità dell'organizzazione M. ONZA, *Art. 2415 c.c.*, cit., 1408 e, sul punto, cfr., altresì, M. SARALE, *Le società per azioni. Obbligazioni*, cit., 336 ss. Sull'inderogabilità della disciplina dei *quorum* assembleari, per la pluralità di interessi contrapposti che si è cercato di contemperare cfr. G. FRÈ, *Art. 2415 c.c.*, cit., 614.

³⁰⁷ Peculiare la posizione di D. PETTITI, *I titoli obbligazionari*, cit., il quale ritiene che, dal momento in cui accettano l'offerta, gli obbligazionisti non possano non essere considerati quale massa organizzata, stante la natura imperativa delle disposizioni di cui all'art. 2415 ss. (*ivi*, 29). Lo stesso Autore, tuttavia, spiega successivamente che l'organizzazione degli obbligazionisti rappresenta "un tipo legale suscettibile di ulteriore perfezionamento convenzionale; cioè, in altri termini, se essa è certamente imperativa nel senso che non è possibile ridurne la sfera di applicazione o addirittura sopprimerla, è lecito alle parti modificare il tipo legale, inserendo sul suo tronco istituti e modalità che nella disciplina legislativa non hanno trovato posto per la sua necessaria brevità e che non contraddicono ai suoi aspetti imperativi; ciò, ritengo, può avvenire non solo in sede di deliberazione dell'assemblea degli obbligazionisti, ma anche e specialmente in sede di emissione" (*ivi*, 41 s.). Analogamente, un altro Autore ha osservato che l'ordinamento posto dalla legge "non è immutabile od immobile. Nei poteri primi dell'assemblea degli obbligazionisti si ritrova quello di organizzare la massa. Quando si dice organizzare, si vuol dire un perfezionamento del tipo legale. Non c'è, infatti, una libertà privata ampia e sconfinata dei portatori di obbligazioni"; cfr. L. MOSSA, *Obbligazioni e obbligazionisti nella società per azioni*, cit., 80. La possibilità di prevedere, all'atto dell'emissione delle obbligazioni o anche successivamente, una disciplina convenzionale contenente alcuni punti di dettaglio sul funzionamento della *masse*, è stata riconosciuta anche dalla dottrina francese, sebbene con significativi limiti (tra cui l'impossibilità di incidere sui poteri dell'assemblea); cfr. G. HUREAU, *Les pouvoirs des assemblées d'obligataires*, cit., 128. Più di recente si vedano M. SARALE-R. RIVARO, *Le obbligazioni*, cit., 553 s., secondo cui l'organizzazione degli obbligazionisti "è costruita come inderogabile e la sua disciplina trova applicazione ogni qualvolta una società utilizza questo tipo di prestito, a prescindere dall'eventuale previsione nel regolamento di emissione di altre clausole contrattuali, che possono accrescere la tutela degli obbligazionisti ma non attenuarla". Cfr., altresì, F. GALGANO, *Repliche in tema di società personali, principio di maggioranza e collegialità*, cit., 224 s., nota 59, secondo cui "gli obbligazionisti potrebbero ottenere, per il funzionamento dell'assemblea prevista dall'art. 2415 c.c., la posizione di regole diverse da quelle legali solo in virtù di una deliberazione dell'assemblea della società emittente".

Solo in anni più recenti è stata proposta una più organica rilettura di tali posizioni³⁰⁸, sostenendosi che fosse necessario operare una distinzione tra due tipologie di norme, entrambe rinvenibili nella disciplina relativa all'organizzazione degli obbligazionisti: le norme che hanno la sola funzione di regolare gli aspetti del rapporto negoziale tra emittente e obbligazionisti e quelle che regolano aspetti non esclusivamente inerenti a tale rapporto³⁰⁹. Mentre le prime sarebbero in via generale derogabili, le seconde tutelano anche interessi relativi ad altri settori dell'ordinamento, come la speditezza e l'intensità dei traffici giuridici, non potendo pertanto considerarsi pienamente disponibili dalle parti coinvolte³¹⁰. La circostanza, tuttavia, si riflette anche sulla prima tipologia di norme, poiché, pur essendo queste ultime astrattamente derogabili, è necessario assicurarne il rispetto qualora siano funzionali all'applicazione delle seconde e limitatamente a tale scopo³¹¹.

La disamina della disciplina dell'organizzazione degli obbligazionisti sin qui condotta consente di mettere in luce la sussistenza di taluni indici che evidenzerebbero la natura imperativa della disciplina degli obbligazionisti e di altri elementi che deporrebbero per la natura suppletiva della medesima³¹².

Se la natura imperativa di una norma deve essere ravvisata nella tutela di un bene assoluto e nell'esistenza di una prescrizione posta a tutela dell'ordine pubblico o del buon costume, a una prima lettura non sembra che molte delle previsioni relative

³⁰⁸ Tale lettura muove dalla constatazione per cui l'inderogabilità potrebbe semmai invocarsi per gli aspetti della normativa riconducibili al diritto societario, quali la competenza a decidere l'emissione del prestito obbligazionario o i limiti all'emissione, ma non per le norme sull'organizzazione degli obbligazionisti che avrebbero diversa natura. Cfr. L. AUTUORI, *Artt. 2415–2420 c.c.*, cit., 218 e s. e 251 e ss. E sulla (in)derogabilità delle norme di diritto societario si veda, da ultimo, F. D'ALESSANDRO, "La provincia del diritto societario inderogabile (ri)determinata". *Ovvero esiste ancora il diritto societario?*, in *Riv. soc.*, 2003, 34 ss.

³⁰⁹ Esempi di questa seconda tipologia di norme sono ravvisati nell'art. 2415, comma 1, n. 3, c.c., che attribuisce alla competenza dell'assemblea degli obbligazionisti la decisione sulla proposta di concordato, nell'art. 2415, comma 2, c.c. che individua l'organo amministrativo della società emittente come legittimato a convocare l'assemblea degli obbligazionisti e in alcune disposizioni della legislazione fallimentare, che prevedono la trasmissione di comunicazioni agli organi dell'organizzazione degli obbligazionisti; cfr. L. AUTUORI, *Artt. 2415–2420 c.c.*, cit., 253.

³¹⁰ Cfr. L. AUTUORI, *Artt. 2415–2420 c.c.*, cit., 248 ss. Occorre precisare che la distinzione proposta dall'Autore è operata nella prospettiva del diritto internazionale privato, al fine di valutare se alcuna delle disposizioni in materia di organizzazione degli obbligazionisti possa considerarsi norma di applicazione necessaria (concetto non necessariamente coincidente con quello di norma imperativa). Le considerazioni svolte sono però pienamente applicabili all'indagine svolta in questa sede.

³¹¹ Così, ad esempio, pur essendo derogabile la norma che prevede la nomina di un rappresentante comune, il quale potrebbe essere sostituito da un *trustee*, tuttavia, qualora ne ricorressero i presupposti, il rappresentante comune dovrebbe essere nominato al limitato fine di ricevere le comunicazioni ad esso indirizzate secondo quanto previsto dalla legislazione fallimentare.

³¹² Per una puntuale definizione dei concetti richiamati si veda E. RUSSO, *Norma imperativa, norma cogente, norma inderogabile, norma indisponibile, norma dispositiva, norma suppletiva*, in *Riv. dir. civ.*, 2001, I, 573 ss.

alla disciplina dell'organizzazione degli obbligazionisti possano essere ricondotte a tale categoria³¹³. Né pare che sia possibile attribuire a tutte le disposizioni di cui agli artt. 2415 ss. c.c. natura di norme cogenti, sebbene tale tipologia di norma potrebbe più facilmente rapportarsi con una programmazione negoziale tipologicamente lecita, limitandosi ad imporre una sostituzione parziale del contenuto con essa contrastante.

Inoltre, laddove si accetti l'idea che il criterio guida nell'interpretazione della natura della legge civile è quello della disponibilità ad opera dell'autonomia privata, salvo eccezioni, è inevitabile ammettere che il riconoscimento della natura imperativa ovvero cogente di una norma debba essere assistito da particolari cautele, perché limitativo dell'autonomia privata³¹⁴.

Nonostante ciò, non sembra revocabile in dubbio che, in sé, l'istituzione di un'organizzazione degli obbligazionisti, risponda a una logica di ordine pubblico all'interno del sistema legislativo. Ad analoga conclusione si ritiene debba pervenirsi con riferimento ai tratti essenziali dell'organizzazione degli obbligazionisti, così come delineati dagli artt. 2415 ss. c.c.

Quanto al rappresentante comune, rinviando all'analisi già svolta in merito al carattere necessario o meno della figura³¹⁵, ci si limiterà in questa sede a richiamare gli indici normativi da cui emerge l'inderogabilità della sua istituzione. I più importanti indici della natura imperativa della presenza del rappresentante comune sono ravvisabili nella disciplina del concordato fallimentare e del concordato preventivo, laddove il rappresentante comune è individuato dal legislatore quale destinatario di comunicazioni dirette alla massa degli obbligazionisti³¹⁶. Non vi è dubbio, in effetti, che in questo settore vengano in luce interessi anche diversi da quelli della società emittente e degli obbligazionisti e, pertanto, indisponibili dalle parti del contratto di prestito obbligazionario³¹⁷. Né può essere svilita la circostanza che il legislatore,

³¹³ Rileva che perché vi sia violazione dell'ordine pubblico occorre una legge imperativa, ossia una legge con cui l'ordinamento giuridico tutela gli interessi della generalità di fronte agli interessi dei singoli e protegge i fondamenti morali ed economici della vita comune F. FERRARA, *Teoria del negozio illecito nel diritto civile italiano*, Milano, 1902, 64.

³¹⁴ Efficacemente si rileva che “[i]l carattere dispositivo delle norme civili è un carattere generalissimo perché la legge civile opera nei confronti di un potere (l'autonomia privata) che ha facoltà di porre norme giuridiche. L'indagine giuridica si rivolge non ad affermare il carattere dispositivo della norma legale, bensì il suo carattere cogente ed eventualmente imperativo. Le norme cogenti ed imperative costituiscono isole nel mare del diritto dispositivo; ed occorre definire i contorni di queste isole, la loro estensione e l'ambito del loro territorio (campo di applicazione della norma cogente o della norma imperativa)”; cfr. E. RUSSO, *Norma imperativa, norma cogente, norma inderogabile, norma indisponibile, norma dispositiva, norma suppletiva*, cit., 596.

³¹⁵ Per tale dibattito cfr. *supra*, par. 3.2. e, in particolare, nota 232, ove richiami di dottrina e giurisprudenza sul punto.

³¹⁶ In particolare ai sensi dell'art. 125, comma 4, L. Fall. e dell'art. 171, comma 5, L. Fall.

³¹⁷ Si veda, infatti, Trib. Parma, 10 gennaio 2005, cit., laddove afferma che nelle procedure concorsuali la presenza del rappresentante comune è indispensabile “soprattutto nell'ipotesi in cui gli obbligazionisti presentino una molteplicità di interessi e siano in numero tale da ritenere non attuabile

sebbene non abbia imposto meccanismi obbligatori di nomina del rappresentante comune, appronti un sistema che, anche attraverso l'iniziativa di singoli obbligazionisti o degli organi della società, tende a garantire, in ultima istanza, che la nomina sia effettuata³¹⁸. Infine, occorre considerare che tra i compiti attribuiti dalla legge al rappresentante comune ve ne sono alcuni che, per l'ingerenza nell'organizzazione sociale, non potrebbero essere attribuiti ai singoli obbligazionisti³¹⁹, quali il diritto di assistere all'assemblea dei soci di cui all'art. 2418, comma 1 c.c., nonché il diritto di ispezionare il libro delle adunanze e delle deliberazioni dei soci previsto dall'art. 2422, comma 2, c.c.

Analogamente non è revocabile in dubbio la natura imperativa della previsione di un'assemblea degli obbligazionisti, alla quale sono attribuite competenze che rispondono al contempo a esigenze di tutela della categoria e all'interesse della società emittente. Quest'ultimo, in particolare, emerge in maniera preponderante in occasione della deliberazione dell'assemblea degli obbligazionisti sulle modificazioni delle condizioni del prestito obbligazionario. In questo caso, infatti, la scelta del legislatore di prevedere l'applicazione del principio di maggioranza rappresenta una deroga ai principi generali in materia contrattuale, che si giustifica proprio alla luce della necessità di facilitare la raccolta del consenso degli obbligazionisti³²⁰. Mutuando conclusioni ormai pacifiche in tema di assemblea dei soci, può affermarsi che, laddove il legislatore abbia disposto l'operatività del metodo collegiale e del principio di

la loro presenza contestuale in tutto l'iter della procedura". Del resto, gli stessi Autori che negano l'obbligatorietà della nomina del rappresentante comune devono, purtuttavia, ammettere che tale nomina si renda inevitabile in caso di procedure concorsuali (cfr. L. AUTUORI, *Artt. 2415-2420 c.c.*, cit., 254, il quale sottolinea, in proposito, che le norme fallimentari sono poste anche a tutela dei terzi; V. SANGIOVANNI, *Sulla necessità di nomina del rappresentante comune*, cit., 1868). Tale prospettiva, secondo cui si renderebbe necessario provvedere alla nomina del rappresentante comune solo al verificarsi dell'apertura delle procedure concorsuali e per i limitati fini previsti dalla relativa disciplina, non appare condivisibile. Sul punto cfr., altresì, M. HOUBEN, *Giurisdizione e legge applicabile ai prestiti obbligazionari*, cit., 647 testo e nota 124.

³¹⁸ Come previsto dall'art. 2417, comma 2, c.c. In tal senso, cfr. App. Milano, 17 novembre 1998, cit., che, in merito alla necessità o meno del rappresentante comune, osserva come sia "persino ovvio che ogni previsione assertiva e non ipotetica del legislatore costituisca un comando vincolante, anche quando non sia adoperata un'espressione esplicitamente prescrittiva (ma, del resto, nel caso di specie il legislatore prevede anche il ricorso al Presidente del Tribunale quando l'assemblea degli obbligazionisti non provveda alla nomina, a dimostrazione della non-facoltatività dell'organo)".

³¹⁹ Così G. FERRI, *Le società*², cit., 509 e s. rileva che il rappresentante comune è organo necessario "sia perché nelle società per azioni l'organizzazione di gruppo, come l'organizzazione della società, è rigidamente strutturata dalla legge, sia perché al rappresentante comune spettano poteri, essenziali nel fenomeno obbligazionario, e che non competono ai singoli obbligazionisti". E, nello stesso senso, M. HOUBEN, *Giurisdizione e legge applicabile ai prestiti obbligazionari*, cit., 646.

³²⁰ Ben si adattano anche a tale contesto le parole di A. MIGNOLI, *Le assemblee speciali*, cit., 153 che, in relazione all'assemblea speciale degli azionisti di categoria, rileva che la ragione che ha portato alla sua istituzione è "quella di garantire alla società quella libertà di movimento che la ricerca del consenso del singolo socio privilegiato avrebbe reso illusoria".

maggioranza, tali regole sono da ritenersi inderogabili da parte dell'autonomia privata, perché volte ad agevolare la libertà di movimento e il funzionamento della società³²¹.

Che l'istituzione di un'organizzazione degli obbligazionisti possa ritenersi posta a tutela dell'ordine pubblico emerge, poi, da una valutazione della sua collocazione nel contesto del sistema legislativo nel suo complesso. Nell'ambito del diritto societario, in particolare, sono molteplici le organizzazioni di categoria, che in alcuni casi richiamano perfino il modello dell'organizzazione degli obbligazionisti³²², e non vi è dubbio sul carattere necessario di tali formazioni³²³. Tali considerazioni, peraltro, sembrano trovare conferma anche in ottica comparatistica³²⁴.

³²¹ Si veda, per tutti, A. SERRA, *L'assemblea: procedimento*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, 3, *, Torino, 1994, 52 s.

³²² Su cui si veda *amplius supra*, par. 5.

³²³ Con la precisazione che la necessità della formazione non implica, inevitabilmente, l'inderogabilità delle relative regole di funzionamento. Si pensi alla previsione di assemblee speciali per i titolari di categorie di azioni o di strumenti finanziari che conferiscono diritti amministrativi contemplata dall'art. 2376 c.c., sulla cui natura imperativa si esprime A. MIGNOLI, *Le assemblee speciali*, cit., 345 ss. alla luce del tenore letterale della norma (“devono”) e all'assenza di accenni a un'eventuale diversa disposizione dell'atto costitutivo. Sull'inderogabilità della norma di cui all'art. 2376 c.c., cfr. anche G. FRÈ, *Le azioni a voto plurimo*, in *Riv. dir. comm.*, 1926, I, 170 s., il quale, oltre agli argomenti richiamati da Mignoli, osserva che i casi in cui la legge richiede una maggioranza qualificata, ma consente deroghe ai suoi precetti da parte del contratto sociale “costituiscono atteggiamenti e svolgimenti della vita sociale che non escono dalla normalità e dalla prevedibilità, mentre invece le ipotesi in cui è richiesta, oltre alla deliberazione dell'assemblea sociale, anche la deliberazione favorevole dell'assemblea di categoria, costituiscono dei casi eccezionali”. Più di recente, per l'inderogabilità della norma si vedano G.P. LA SALA, *Principio capitalistico e voto non proporzionale nella società per azioni*, Torino, 2011, 77; G. QUATRARO, *Assemblee speciali di categoria*, in F.G. PANTÈ-G. QUATRARO, *Azioni Obbligazioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, Napoli, 2004, 120, che dal carattere imperativo dell'art. 2376 c.c. deduce “non solo la tassatività del meccanismo della duplice assemblea, ma anche la stessa inderogabilità dello schema organizzativo che regola l'acquisizione del consenso degli azionisti di categoria” e A.M. LEOZAPPA, *Diritti di categoria e assemblee speciali*, cit., 114 ss., il quale però spiega l'inderogabilità dell'art. 2376 c.c. non già in funzione della tutela dell'interesse di categoria, bensì con l'esigenza che l'acquisizione del consenso della categoria “sia assoggettata alle regole che sovrintendono nell'ordinamento alla formazione della volontà sociale” (*ivi*, 142). Si noti, tuttavia, che, con riferimento agli strumenti finanziari partecipativi di cui all'art. 2346, comma 6, c.c., la scarsa disciplina elaborata dal legislatore induce a ritenere che sia devoluto all'autonomia negoziale il compito di regolarne i profili organizzativi (in tal senso, cfr., M. NOTARI, *Le categorie speciali di azioni e gli strumenti finanziari partecipativi*, cit., 86).

³²⁴ Con riferimento all'introduzione della disciplina legale dell'organizzazione degli obbligazionisti nel diritto spagnolo si è osservato come “se ha considerado necesario dar cauce legal a la sindicación de obligaciones, dándole el carácter de asociación obligatoria, como condición indispensable para la validez del contrato de emisión; y, por tanto, del carácter voluntario y vindicativo antes señalado se ha pasado a considerarlo como instrumento forzoso y preventivo para defender en todo caso los intereses colectivos de los suscriptores de obligaciones”; cfr. D.M. TALLADA CUELLAR, *Sindicatos de Obligacionistas*, in *Boletín de Información del Ministerio de Justicia*, n. 184, 1952, 5. Anche in Francia l'organizzazione degli obbligazionisti ha “caractère légal obligatoire”, salvo limitate eccezioni; cfr. M. GERMAIN-V. MAGNIER, *Les sociétés commerciales*²¹, cit., n. 2400, 618.

A una natura imperativa (ovvero cogente) sembrano, dunque, doversi ricondurre i profili caratteristici della disciplina dell'organizzazione degli obbligazionisti, tra cui la necessaria presenza dell'assemblea e del rappresentante comune, nonché l'attribuzione a tali organi dei poteri che la legge espressamente conferisce loro³²⁵. È, inoltre, da reputarsi imperativa o cogente la disciplina della legittimazione alla convocazione dell'assemblea, così come quella relativa all'esercizio dei poteri di impugnativa delle delibere assembleari³²⁶. Analogamente è a dirsi con riferimento al bilanciamento dell'esercizio collettivo della tutela dell'interesse comune con i poteri del singolo obbligazionista, assicurato dalla previsione che subordina l'esercizio dell'azione individuale alla compatibilità con le deliberazioni assembleari.

La chiave di lettura proposta è la seguente: il legislatore, con la previsione dell'organizzazione degli obbligazionisti, allineandosi alla disciplina sussistente nei principali ordinamenti stranieri, ha inteso dotare gli obbligazionisti di un più efficace strumento di tutela dell'interesse comune, fissando un nucleo fondamentale di

³²⁵ E' discusso se un'organizzazione degli obbligazionisti debba sorgere anche in presenza di un unico sottoscrittore. Da un punto di vista pratico, non ricorrono in tale situazione le medesime esigenze di tutela dell'interesse comune che giustificano l'esistenza di un apparato organizzativo, né probabilmente sussiste un interesse comune in senso proprio, in questa ipotesi coincidente con l'interesse dell'unico sottoscrittore. Eppure, al di là delle ragioni che ne hanno imposto la previsione da parte del legislatore, occorre prendere atto che oggi l'organizzazione degli obbligazionisti è un istituto disciplinato dalla legge, da cui non sembra potersi prescindere anche in ipotesi di unico sottoscrittore del prestito obbligazionario. Occorre peraltro considerare che le obbligazioni, in quanto titoli di massa, sono fisiologicamente destinate a una successiva circolazione. Sembra, in definitiva, condivisibile la posizione della dottrina che ritiene l'organizzazione degli obbligazionisti necessaria anche in presenza di un solo obbligazionista. In tal senso, cfr. V. COLUSSI, voce *Obbligazioni di Società*, cit., 5, il quale reputa la situazione analoga al concentrarsi delle azioni in capo a un unico socio, che non fa venir meno l'organizzazione corporativa della società; G.F. CAMPOBASSO, *L'organizzazione degli obbligazionisti*, cit., 493 s.; M. SARALE, *Le società per azioni. Obbligazioni*, cit., 338; G. PELLEGRINO, *L'organizzazione degli obbligazionisti*, cit., 50; M. SARALE-R. RIVARO, *Le obbligazioni*, cit., 554, le quali tuttavia ritengono che in presenza di un unico investitore professionale l'istituzione dell'organizzazione potrebbe essere subordinata alla successiva circolazione del titolo. Sulla necessaria presenza di un rappresentante comune anche in ipotesi di unico sottoscrittore cfr. S. PESCATORE, *Il rappresentante comune degli obbligazionisti*, cit., 141, nota 74, il quale assimila, altresì, la situazione a quella in cui i titoli siano inizialmente detenuti da una pluralità di obbligazionisti e successivamente acquistati da un unico soggetto. Ritiene necessaria la sottoscrizione da parte di almeno due obbligazionisti perché l'organizzazione degli obbligazionisti venga ad esistenza D. PETTITI, *I titoli obbligazionari delle società per azioni*, cit., 204, pur ritenendo che il rappresentante comune non venga meno per la concentrazione di tutte le obbligazioni in capo a un solo possessore (*ivi*, 259).

³²⁶ Con riferimento all'assemblea dei soci si osserva che in linea di principio le articolazioni e la disciplina del procedimento sono sottratte alla disponibilità dei soci. L'autonomia statutaria può esplicarsi nella possibilità di sostituire e integrare la disciplina legale con regole conformi all'interesse sociale e all'efficienza deliberativa, con il limite della tutela dell'interesse alla partecipazione e al controllo, nonché del rispetto della legalità dell'azione sociale; cfr., in tal senso, A. SERRA, *Il procedimento assembleare*, ne *Il nuovo diritto delle società, Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, II, Torino, 2006, 39.

disposizioni legislative dirette allo scopo. Gli indici sopra menzionati inducono a ritenere che tali disposizioni, di per sé, possono essere qualificate come imperative, *rectius* cogenti, nel senso che fissano una soglia minima di tutela e le modalità per conseguirla e, in quanto tali, devono ritenersi indisponibili. Ne deriva che, rispetto a tali elementi qualificanti della disciplina, una contraria previsione contenuta nel regolamento contrattuale elaborato dalle parti dovrebbe ritenersi inefficace o nulla³²⁷.

Vi sono, d'altro canto, indici che inducono a ritenere che la disciplina legislativa dell'organizzazione degli obbligazionisti possa tollerare, in una certa misura, l'intervento, anche incisivo, dell'autonomia privata, che potrebbe modellare la disciplina secondo le esigenze degli obbligazionisti e della società emittente³²⁸.

In primis, la normativa in questione si caratterizza per l'assenza di proibizioni e limiti espressi, fatta salva la disposizione di cui all'art. 2419 c.c., dovendo essere letta tale circostanza nell'ottica del normale carattere dispositivo della legge civile.

Un indice testuale della natura suppletiva delle norme in esame può essere ravvisato nell'art. 210 disp. att. trans., disposizione che estese l'applicazione della disciplina legale in tema di organizzazione degli obbligazionisti alle obbligazioni già emesse alla data di entrata in vigore del codice civile³²⁹. Se si considera che l'ambito applicativo di tale previsione sembra comprendere non solo le emissioni obbligazionarie con riferimento alle quali un'organizzazione degli obbligazionisti all'epoca non era stata costituita, ma anche quelle emissioni cui erano riconducibili organizzazioni volontarie preesistenti, è possibile concludere che l'intenzione del legislatore non si limitasse all'istituzione di un'organizzazione degli obbligazionisti, mirando altresì a dettare delle disposizioni di natura suppletiva in relazione alla struttura e al funzionamento di tale organizzazione; disposizioni da ritenersi applicabili sia in assenza di programmazione negoziale privata sia in presenza di previsioni elaborate dall'autonomia privata, per le parti non derogate dalla disciplina convenzionale.

Indice della natura suppletiva delle norme, con riferimento ai profili indicati è, inoltre, la circostanza che l'organizzazione degli obbligazionisti si forma immediatamente, al momento della sottoscrizione dei titoli, e indipendentemente da

³²⁷ La norma cogente ha un contenuto ordinativo e tutela un bene relativo, per questo motivo il sistema tende ad attenuare le conseguenze della sua violazione sui precetti di autonomia privata. In genere, quindi, la norma cogente opera determinando la parziale inefficacia del negozio e imponendo l'integrazione o la correzione della relativa programmazione negoziale. La norma imperativa è, invece, quella norma cogente le cui prescrizioni mirano alla tutela dell'ordine pubblico e del buon costume e la cui violazione implica la nullità assoluta e insanabile del negozio.

³²⁸ Sul punto, si consideri la grande flessibilità garantita dal diritto tedesco, ove la legge fa richiamo alla possibilità di prevedere nelle condizioni di emissione la disciplina di aspetti anche rilevanti; cfr. *supra* par. 2.

³²⁹ Su cui cfr. *supra* par. 1, testo e note 145 e 146.

una manifestazione di volontà espressa dall'autonomia privata³³⁰, quasi a voler sopperire, attraverso un assetto normativo pur sempre derogabile, al silenzio delle parti.

Si può, così, affermare che, fermo restando i tratti essenziali e le tutele minime fissate dal legislatore, la disciplina relativa al funzionamento dell'organizzazione degli obbligazionisti possa essere modificata e ampiamente integrata dalla volontà delle parti.

9. *La derogabilità della disciplina legale. Ambito e limiti.*

Alla luce di quanto sopra, appare evidente che il quesito circa la derogabilità della disciplina legale in materia di organizzazione degli obbligazionisti non può essere risolto in termini univoci, stante la diversità della natura delle norme che vi sono ricomprese.

Anzitutto, sembra non potersi condividere la posizione aprioristica assunta dalla dottrina tradizionale, che ha genericamente affermato la natura imperativa della disciplina dell'organizzazione degli obbligazionisti, essendosi riscontrata la presenza di indici di segno contrario³³¹.

Né, d'altro canto, sembra potersi aderire in toto all'idea, recentemente sostenuta, di suddividere le norme relative all'organizzazione degli obbligazionisti in due diverse tipologie, quelle aventi natura imperativa e quelle aventi natura suppletiva, a seconda che afferiscano ad aspetti che esulano dal rapporto negoziale tra emittente e obbligazionisti o meno³³². In effetti l'interpretazione in esame, che certo ha il pregio di superare l'assoluto carattere di indisponibilità della disciplina affermato dall'orientamento meno recente, sembrerebbe comportare difficoltà di categorizzazione e di applicazione³³³.

³³⁰ In tal senso, cfr. F. GALGANO, *Recensione a Domenico Pettiti*, cit., 323. G. VALERI, *Manuale di diritto commerciale*, cit., n. 165, 174 osserva, invece, che l'organizzazione degli obbligazionisti non consegue automaticamente all'emissione di obbligazioni, ma la relativa formazione dipende dall'iniziativa degli amministratori della società emittente ovvero dal singolo obbligazionista, i quali, discrezionalmente, pongono in essere gli adempimenti necessari per la convocazione dell'assemblea e la nomina del rappresentante comune e, pertanto, non si tratta di un'organizzazione necessaria. L'obiezione, tuttavia, non convince. La legittimazione di amministratori ed obbligazionisti ad attivarsi ai fini della convocazione dell'assemblea o della nomina del rappresentante comune sembra, piuttosto, rinvenire i suoi presupposti e fondarsi sull'esistenza dell'organizzazione del gruppo.

³³¹ Cfr. *supra* par. 8, testo e nota 306.

³³² Si tratta dell'interpretazione di L. AUTUORI, *Artt. 2415–2420 c.c.*, cit., 218 e s. e 251 e ss., su cui si veda *supra* par. 8, testo e note 308 e ss.

³³³ Non appare agevole ipotizzare la nomina di organi dell'organizzazione degli obbligazionisti che intervengano tempestivamente solo qualora ricorrano le circostanze che ne

Al fine di individuare i limiti entro i quali la disciplina legale può ritenersi derogabile, appare, invece, utile distinguere due caratteri della disciplina. Vi è un nucleo fondamentale di disposizioni che non possono essere intaccate dall'intervento dell'autonomia privata, in quanto verrebbe meno la stessa ragion d'essere dell'istituto e la tutela che il legislatore ha inteso assicurare attraverso la sua introduzione. Entro tali limiti, la disciplina si presta a essere derogata e integrata in via convenzionale, tenendo sempre presente la *ratio* dell'istituto.

Dunque non sembra che il contratto possa abolire l'organizzazione degli obbligazionisti, né impedire che tale organizzazione operi attraverso gli organi del rappresentante comune e dell'assemblea degli obbligazionisti³³⁴. Ciò non esclude, tuttavia, che il contratto possa integrare la struttura dell'organizzazione con la previsione di nuove figure.

Si può, ad esempio, ipotizzare che l'organizzazione possa avvalersi stabilmente di organi di controllo contabile e consulenti, anche esterni³³⁵. In tal senso la società emittente, nel contratto, potrebbe assumere l'impegno di garantire l'accesso delle persone autorizzate dall'assemblea degli obbligazionisti o incaricate dal rappresentante comune a informazioni e dati contabili necessari per monitorare la situazione finanziaria della società³³⁶. Tali incarichi potrebbero assumere rilievo soprattutto in caso di proposta di modifica delle condizioni del prestito obbligazionario avanzata dalla società emittente e giustificata da un deterioramento della situazione finanziaria ovvero dalla necessità di effettuare investimenti strategici, contribuendo a ridurre l'impatto del c.d. problema della diffidenza reciproca, che è una delle cause del fallimento delle operazioni di ristrutturazione del prestito obbligazionario³³⁷.

rendono indispensabile l'intervento e nonostante la deroga operata dalle parti nel regolamento del prestito.

³³⁴ In tal senso appare condivisibile la posizione di D. PETTITI, *I titoli obbligazionari*, cit., 41 ss., su cui cfr. *supra* par. 8, testo e nota 307.

³³⁵ Si rammenti in proposito che, come emerge dai lavori preparatori del Codice Civile, era stata inizialmente ipotizzata la previsione della figura di un "sindaco degli obbligazionisti" nel contesto dell'organizzazione, poi superata; cfr. *supra*, par. 1, nota 147. E nel diritto portoghese, con riferimento alle *obrigações com juro suplementar ou prémio de reembolso*, è prevista la nomina da parte dell'assemblea degli obbligazionisti di un revisore ufficiale dei conti ai sensi del Código das Sociedades Comerciais, art. 362/3, su cui cfr. G.F. CAMPOBASSO, *Gli strumenti di finanziamento: le obbligazioni*, cit., 259; A. GIANNELLI, *Art. 2411 c.c.*, in *Obbligazioni. Bilancio*, cit., 59, nota 71.

³³⁶ Sull'attribuzione di diritti di controllo in capo agli obbligazionisti si esprime favorevolmente G. GIANNELLI, *Il contratto e i prestiti obbligazionari*, ne *I contratti per l'impresa*, a cura di G. Gitti, M. Maugeri e M. Notari, Bologna, 2012, 352. Escludono poteri di controllo sulla gestione, pur ammettendo un controllo sulla veridicità dei risultati dichiarati della gestione, anche qualora non siano previsti nella disciplina di emissione, cfr. D. PETTITI, *I titoli obbligazionari*, cit., 181; G.F. CAMPOBASSO, *Gli strumenti di finanziamento: le obbligazioni*, cit., 258. A. GIANNELLI, *Art. 2411 c.c.*, cit., 58 ss.

³³⁷ Su cui cfr. *supra*, Cap. I, par. 2.1.2.

Sembra potersi sostenere, inoltre, che la nomina del primo rappresentante comune possa avvenire nel contratto³³⁸. Una simile previsione non parrebbe contrastare con la disposizione di cui all'art. 2415, comma 1, n. 1 c.c., per diverse ragioni. In primo luogo la nomina, anziché dalla maggioranza prevista per l'assunzione delle deliberazioni assembleari, sarebbe sorretta dall'accettazione dell'unanimità degli obbligazionisti sottoscrittori. Inoltre, in base alla stessa norma, all'assemblea rimarrebbe comunque la facoltà di immediata revoca del rappresentante comune nominato nel contratto e nomina di un nuovo soggetto. La soluzione troverebbe, infine, ulteriore giustificazione nell'applicazione analogica della disciplina dettata in tema di amministratori di società per azioni³³⁹, oltre ad essere contemplata nel panorama della legislazione straniera³⁴⁰.

Si potrebbe, inoltre, ipotizzare l'affidamento dei compiti propri del rappresentante comune a un organo collegiale, anziché a un singolo soggetto³⁴¹.

Per quanto concerne i requisiti soggettivi fissati per il rappresentante comune, in analogia a quanto previsto per gli amministratori di società per azioni³⁴², nel contratto potrebbero essere richiesti specifici requisiti ulteriori, a tutela dell'interesse degli obbligazionisti a che il rappresentante comune sia dotato di particolari competenze tecniche.

³³⁸ Nello stesso senso cfr. L. AUTUORI, *Artt. 2415–2420 C.c.*, cit., 211 ss., il quale sostiene che sarebbe possibile altresì indicare pattiziamente una lista di possibili sostituti. Favorevole alla possibilità di nomina del rappresentante comune anche cfr. D. PETTITI, *I titoli obbligazionari*, cit., 247, nota 3; *Contra* S. PESCATORE, *Il rappresentante comune degli obbligazionisti*, cit., 142 testo e nota 77; G. PELLEGRINO, *L'organizzazione degli obbligazionisti*, cit., 109, nota 34.

³³⁹ Secondo quanto previsto dall'art. 2328, comma 2, n. 11 c.c.

³⁴⁰ Si veda, ad esempio, nell'ordinamento lussemburghese, l'art. 87 della Loi du 10 août 1915, in quello tedesco Sec. (8) SchVg, in quello francese l'art. L 228-47, alinea 1 C. Com. Analogamente avviene con riferimento al *bond manager* nel sistema giapponese e al *trustee* in quelli anglosassoni. Nell'ordinamento spagnolo sarà in prima istanza la società a provvedere alla nomina del *comisario*, sebbene la relativa competenza sia altresì rimessa all'assemblea (cfr. Ley de Sociedades de Capital artt. 421 e 424 (B.O.E. 2010,1)). Nell'ordinamento svizzero, ai sensi dell'Obligationenrecht [OR]; Code des Obligations [CO], Codice delle obbligazioni [CO] Mar 30, 1911, RS 220, art. 1158B, i rappresentanti designati nelle condizioni del prestito rappresentano tanto la comunione dei creditori quanto il debitore, ma assemblea degli obbligazionisti può nominare uno o più rappresentanti della comunione.

³⁴¹ Come del resto è previsto in altri ordinamenti giuridici, quali quello francese, svizzero, lussemburghese, belga. In tal senso, cfr. D. PETTITI, *I titoli obbligazionari*, cit., 250; R. CAVALLO BORGIA, *Art. 2417*, cit., 180 s.; M. SARALE-R. RIVARO, *Le obbligazioni*, cit., 560. *Contra* F. BELLINI, *Mancata nomina del rappresentante comune degli obbligazionisti*, nota a Trib. Monza, 13 giugno 1997, cit., 184.

³⁴² Si veda, in proposito, l'art. 2387 c.c., a mente del quale lo statuto può subordinare l'assunzione della carica di amministratore al possesso di particolari requisiti di onorabilità, professionalità e indipendenza.

Il contratto potrebbe inoltre disciplinare la durata dell'incarico, fermo restando il limite massimo di tre esercizi sociali di cui all'art. 2417, comma 3, c.c.³⁴³.

Inoltre, il diritto di partecipazione del rappresentante comune all'assemblea dei soci potrebbe essere esteso alle adunanze assembleari della società garante, ovvero di eventuali controllanti e controllate coinvolte nel prestito obbligazionario.

Nel contratto potrebbe inoltre essere inserita una previsione relativa a specifici e periodici flussi informativi tra rappresentante comune e società emittente³⁴⁴, nonché tra rappresentante comune e obbligazionisti. Al contempo, potrebbero essere determinate le modalità di comunicazione tra rappresentante comune e obbligazionisti, ad esempio prevedendo mezzi di comunicazione elettronica o la creazione di un sito internet *ad hoc*, volte a veicolare tempestivamente informazioni e aggiornamenti, nonché a rendere più agevole la ricezione di richieste e di segnalazioni anche da parte dei singoli obbligazionisti.

Il contratto potrebbe, altresì, essere lo strumento idoneo a chiarire problemi interpretativi oggetto di dibattito in passato, ad esempio quanto all'individuazione del soggetto tenuto al pagamento del compenso del rappresentante comune³⁴⁵. Sembra ragionevole ritenere che, in assenza di una specifica indicazione normativa sul punto, ben potrebbe essere contemplata una clausola contrattuale che stabilisca che sia la società emittente a pagare tale compenso o, al contrario, che preveda che questo gravi sul fondo comune per le spese necessarie alla tutela degli interessi comuni³⁴⁶.

Passando alla disamina di eventuali previsioni relative all'assemblea degli obbligazionisti, occorre dapprima soffermarsi sul voto³⁴⁷.

³⁴³ In tal senso, cfr. G. GIANNELLI, *Il contratto e i prestiti obbligazionari*, cit., 355.

³⁴⁴ Ritiene che alla regolamentazione negoziale possa essere rimessa la specificazione di poteri di controllo del rappresentante comune G. GIANNELLI, op. loc. ult. cit.

³⁴⁵ Attualmente prevale l'opinione secondo cui la corresponsione del compenso graverebbe in capo all'organizzazione degli obbligazionisti. In tal senso, cfr. S. PESCATORE, *Il rappresentante comune degli obbligazionisti*, cit., 153, nota 105, che ritiene tale soluzione preferibile per garantire l'autonomia del rappresentante comune dalla società emittente; V. COLUSSI, voce *Obbligazioni di Società*, cit., 7; G.F. CAMPOBASSO, *L'organizzazione degli obbligazionisti*, cit., 515; R. CAVALLO BORGIA, *Art. 2417*, cit., 185, G. PELLEGRINO, *L'organizzazione degli obbligazionisti*, cit., 171. In giurisprudenza si veda Trib. Milano, 29 febbraio 1968, cit., cui aderisce C. GIANNATTASIO, *Determinazione del compenso del rappresentante comune degli obbligazionisti e obbligo di corrisponderlo*, cit.; Cass., 6 febbraio 1969, n. 389 in *Banca, borsa tit. cred.*, 1970, II, 205 e, più di recente, Trib. Parma, 10 gennaio 2005, cit.

³⁴⁶ Analogamente, ritiene che la società emittente possa accollarsi le spese relative all'attività del rappresentante comune L. AUTUORI, *Artt. 2415–2420 c.c.*, cit., 214, nota 23.

³⁴⁷ In termini generali, rileva come dovrebbe ritenersi sempre preclusa alla società emittente la possibilità di dettare norme sul funzionamento dell'assemblea degli obbligazionisti vincolanti per gli stessi, siano esse contenute nell'atto costitutivo ovvero nel regolamento del prestito obbligazionario G. PELLEGRINO, *L'organizzazione degli obbligazionisti*, cit., 58 s. L'Autrice sostiene che simili previsioni potrebbero costituire una proposta al gruppo, che potrebbe essere resa vincolante solo a seguito di delibera dell'assemblea degli obbligazionisti che la accogliesse.

Un primo profilo riguarda la derogabilità dei *quorum* assembleari³⁴⁸. In linea di principio, per quanto concerne l'assemblea dei soci, una deroga volta ad elevare i *quorum* assembleari è considerata ammissibile in dottrina³⁴⁹, mentre isolata è la posizione di chi ritiene che sia ammissibile anche una deroga verso il basso³⁵⁰.

Per quanto riguarda il *quorum* necessario per l'approvazione delle modificazioni delle condizioni del prestito, tralasciando per il momento i problemi interpretativi che si sono posti con riferimento alla relativa disposizione³⁵¹, è opportuno comunque domandarsi se sia ammissibile una deroga “verso l'alto”, mirante, in altri termini, a rendere più gravosa l'adozione della deliberazione favorevole alle modifiche attraverso la fissazione di un *quorum* deliberativo più elevato³⁵². Sul punto, occorre rammentare che la previsione della possibilità di approvare modifiche delle condizioni del prestito a maggioranza, risponde soprattutto all'interesse della società emittente, consentendole una più rapida e agevole rinegoziazione dei termini del prestito obbligazionario³⁵³. Sotto tale profilo, un innalzamento del *quorum* deliberativo si porrebbe certamente in contrasto con la finalità del legislatore di agevolare la società emittente. È, inoltre, quanto meno lecito dubitare che un incremento del *quorum* richiesto per l'approvazione delle modifiche risponda senz'altro all'interesse degli stessi obbligazionisti, i quali potrebbero rendersi così ostaggio della minoranza e alla mercé del disinteresse di altri. In linea di principio, tuttavia, gli interessi sottesi alla disciplina dell'organizzazione degli obbligazionisti non potrebbero ritenersi senz'altro compromessi dalla scelta di elevare

³⁴⁸ In proposito, opta per l'inderogabilità delle disposizioni, sul presupposto per cui “la materia è stata già disciplinata dal legislatore tenendo conto sia degli interessi della società che di quelli degli obbligazionisti e non potrebbe perciò essere diversamente regolata dalla prima o dai secondi” G. FRÈ, *Art. 2415 c.c.*, cit., 614. In senso analogo, per l'opinione secondo cui la disciplina relativa ai *quorum* assembleari sarebbe sottratta alla massa degli obbligazionisti, anche laddove si raggiungesse l'unanimità dei consensi cfr. G. PELLEGRINO, *L'organizzazione degli obbligazionisti*, cit., 80, testo e nota 62. Reputa la questione problematica G. DATI, *Art. 2415 c.c.*, cit., 1285.

³⁴⁹ Per tutti, cfr. A. SERRA, *Il procedimento assembleare*, cit., 62; G. GRIPPO-C. BOLOGNESI, *L'assemblea nelle società per azioni*, in *Trattato di diritto privato*², diretto da P. Rescigno, 16, 3**, Torino, 2011, 33 s.

³⁵⁰ Si veda CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, *Massima n. 133, Rilevanza delle astensioni e derogabilità dei quorum assembleari nelle s.p.a. (artt. 2368, 2369, c.c.)*, 2013 che ha affrontato espressamente il tema con riferimento alla possibilità di escludere statutariamente dai *quorum* deliberativi dell'assemblea ordinaria il computo delle astensioni per conflitto di interessi, anche per i riferimenti bibliografici relativi al dibattito sulla derogabilità dei *quorum* legali successivo alla riforma del diritto delle società.

³⁵¹ Si tratta dell'art. 2415, comma 3, secondo periodo c.c., il cui contenuto sarà oggetto di specifica disamina nel successivo capitolo.

³⁵² Opinione favorevole è espressa da L. AUTUORI, *Artt. 2415–2420 c.c.*, cit., 220 s., testo e nota 35, sia in virtù del rinvio alle norme in tema di assemblea straordinaria dei soci, sia in quanto la previsione di una maggioranza più elevata è soluzione che tende verso la disciplina dell'unanimità per le modifiche negoziali.

³⁵³ Cfr. G. PELLEGRINO, *L'organizzazione degli obbligazionisti*, cit., 80.

i *quorum* in via contrattuale. Si tratterebbe, invece, di garantire il riconoscimento di una diversa valutazione degli interessi, operata dalle stesse parti attraverso le previsioni contrattuali, rispetto a quella effettuata dal legislatore. Al di là delle ragioni di (in)opportunità di un innalzamento dei *quorum* con riferimento alle materie previste dall'art. 2415 c.c., si deve, però, pur sempre tenere in considerazione che tali *quorum* non potrebbero certamente essere elevati fino al raggiungimento di percentuali prossime all'unanimità, se non a costo di svilire l'adozione del metodo assembleare e del principio di maggioranza quali criteri individuati dal legislatore per un miglior perseguimento dell'interesse comune³⁵⁴. Non sembrerebbe, inoltre, ammissibile una deroga al ribasso, che avrebbe come effetto quello di ridurre il livello minimo di partecipazione alla formazione della volontà dell'organizzazione degli obbligazionisti ritenuto necessario dal legislatore.

Si potrebbe valutare poi se, così come avviene per le azioni, sia possibile anche con riferimento alle obbligazioni prevedere in via convenzionale una diversa attribuzione della misura del diritto di voto. In particolare, ci si potrebbe chiedere se contrattualmente si possa prevedere che, in relazione alla quantità di obbligazioni possedute da uno stesso soggetto, il diritto di voto sia limitato a una misura massima o ne siano disposti scaglionamenti oppure se si possa attribuire un voto maggiorato per ciascuna obbligazione appartenuta al medesimo soggetto per un determinato periodo di tempo³⁵⁵.

Lo scopo della ricerca consente, in questa sede, solo un fugace accenno e qualche osservazione sul tema. E' vero che le deviazioni al principio un'azione-un voto nel nostro ordinamento sono esplicitamente disciplinate dalla legge, ma è pur vero che altrettanto esplicita è l'affermazione del suddetto principio all'art. 2351, comma 1, c.c. Con riferimento alle obbligazioni, di contro, non è dato rinvenire una specifica disposizione che contenga il principio per cui ciascuna obbligazione

³⁵⁴ È stato rilevato, in proposito, che il criterio di unanimità si pone in contrasto con il perseguimento dell'interesse comune e che "la regola maggioritaria si impone come regola necessaria di organizzazione del gruppo e garanzia di tutela dell'interesse comune a fronte dell'interesse del singolo"; cfr. A. SERRA, *Il procedimento assembleare*, cit., 62. Nello stesso senso cfr., altresì, A. MIGNOLI, *Le assemblee speciali*, cit., 192 s. e, più di recente, G.F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale 2. Diritto delle società*⁹, cit., 318 testo e nota 25, ove ulteriori riferimenti.

³⁵⁵ Il riferimento è, rispettivamente, alle previsioni di cui all'art. 2351, comma 3, c.c. e 127 *quinquies*, comma 1, TUF. Esula dall'oggetto dell'indagine, invece, la potenziale applicazione alle obbligazioni di ulteriori disposizioni dettate con riferimento al diritto di voto attribuito alle azioni, quali quelle contenute nei commi 2 e 4 dell'art. 2352 c.c., relative, rispettivamente, alla creazione di azioni senza diritto di voto, con diritto di voto limitato a particolari argomenti, con diritto di voto subordinato al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative, e alla creazione di azioni a voto plurimo. Simili prerogative appaiono più legate a caratteristiche intrinseche alle azioni che a particolari modalità di attribuzione del diritto di voto e, in quanto tali, dovrebbe semmai valutarsi la possibilità che la delibera di emissione, e non il regolamento del prestito, conferisca tali attributi ai titoli.

attribuisce un solo voto³⁵⁶. D'altro canto, però, non sembra che il rinvio alla disciplina in materia di assemblea straordinaria di cui all'art. 2415, comma 3, c.c., possa dirsi idoneo a fondare l'applicazione anche alle obbligazioni delle norme in materia di attribuzione in diversa misura del diritto di voto relative alle azioni, anche in considerazione del fatto che queste rimettono tale determinazione a una scelta manifestata in sede statutaria e non contrattuale. Ciò non esclude, a parere di chi scrive, che sia possibile ipotizzare l'applicazione analogica di alcune norme dettate in materia di attribuzione del diritto di voto nell'assemblea dei soci all'assemblea degli obbligazionisti, prevedendo nel contratto forme di partecipazione al voto non proporzionale alle obbligazioni possedute.

Può invece sostenersi che, in via convenzionale, la società emittente possa assumere l'esplicito impegno a non offrire alcuna corresponsione di denaro o altra utilità a fronte dell'esercizio di un determinato voto da parte degli obbligazionisti (c.d. "vendita del voto"); pratica che, come si è visto, potrebbe essere altrimenti ritenuta ammissibile³⁵⁷. Analogamente, sembra potersi ammettere che il contratto contenga l'impegno degli obbligazionisti a non esercitare il voto dietro corrispettivo; patto che tuttavia sembrerebbe destinato ad assumere una valenza nei rapporti tra obbligazionisti, anche futuri, più che nei confronti della società.

Venendo ora allo specifico tema oggetto di indagine, occorre approfondire se ed entro quali limiti possa considerarsi derogabile la ripartizione di competenze operata dalla legge con riguardo agli organi dell'organizzazione degli obbligazionisti.

In linea di principio, sembra preferibile ritenere che il contratto non potrebbe sottrarre all'assemblea competenze e al rappresentante comune poteri specificamente attribuiti dalla legge. Né potrebbe modificare l'assetto dei poteri e delle competenze stabilito dal legislatore con riguardo, rispettivamente, al rappresentante comune e all'assemblea. Tale constatazione muove da rilievi concreti. In primo luogo, si tratta di poteri il cui esercizio si rende necessario nel corso del prestito obbligazionario, pertanto non sembra praticabile la possibilità di determinarne il contenuto a priori nel regolamento contrattuale, salvo eccezioni³⁵⁸. In secondo luogo, non sembrerebbe

³⁵⁶ Il principio "un'obbligazione-un voto" sarebbe implicito nel nostro ordinamento ad avviso di G. PELLEGRINO, *L'organizzazione degli obbligazionisti*, cit., 81, nota 66. La stessa Autrice sottolinea come siano rinvenibili espresse previsioni in altri ordinamenti. Così, nel diritto portoghese si afferma che "[a] cada obrigação corresponde um voto" (Código das Sociedades Comerciais, art. 355/5), in quello francese si prevede che "[l]e droit de vote attaché aux obligations doit être proportionnel à la quotité du montant de l'emprunt qu'elles représentent. Chaque obligation donne droit à une voix au moins" (L. 228-68 C. Com), in quello svizzero che "[i]l diritto di voto spetta al proprietario di un'obbligazione" (Obligationenrecht [OR]; Code des Obligations [CO], Codice delle obbligazioni [CO] Mar 30, 1911, RS 220, art. 1167C).

³⁵⁷ Cfr. *supra* par. 3.1.

³⁵⁸ Ad esempio la nomina del primo rappresentante comune, che, secondo l'interpretazione in questa sede proposta, ben potrebbe essere prevista *ab origine* nel contratto.

ammissibile una previsione del contratto che ne disponesse l'affidamento a organi terzi o esterni rispetto a quelli previsti dal legislatore, né ai singoli obbligazionisti, poiché si priverebbero l'assemblea e il rappresentante comune dell'esercizio delle funzioni per le quali sono stati costituiti.

Non sembra dunque che al rappresentante comune possano essere attribuite dal contratto le competenze affidate all'assemblea dalla legge, in quanto espressione di quel nucleo di attribuzioni che il legislatore ha inteso rimettere agli obbligazionisti quale gruppo organizzato e legittimato a decidere sulla base del principio di maggioranza³⁵⁹. Allo stesso modo non sembra che l'assemblea possa avocare a sé i poteri che la legge attribuisce al rappresentante comune³⁶⁰, in particolare per l'impossibilità concreta di attuare la propria volontà in assenza di un organo funzionale all'esecuzione di quanto deliberato.

Nondimeno, per quanto concerne l'assegnazione di altre funzioni al rappresentante comune, deve ritenersi plausibile che il contratto preveda l'attribuzione di ulteriori poteri, compresa la tutela di posizioni soggettive già maturate in capo ai singoli obbligazionisti³⁶¹. Altrettanto ammissibile risulterebbe l'attribuzione al rappresentante comune di uno specifico potere di informativa nei confronti degli obbligazionisti e di condurre eventuali trattative con la società emittente, nell'interesse degli obbligazionisti, in caso di eventuali modifiche alle condizioni del prestito, ferma restando la sottoposizione all'assemblea della decisione finale in merito. La conclusione appare suffragata dall'osservazione che gli obbligazionisti potrebbero comunque pervenire a tale risultato attribuendo l'incarico al rappresentante comune mediante il ricorso a un mandato.

Ammessa la possibilità di prevedere direttamente nel contratto l'attribuzione di nuovi poteri al rappresentante comune, occorre domandarsi se sia possibile che il contratto rimetta, invece, all'assemblea la facoltà di attribuire, con le maggioranze previste, ulteriori compiti al rappresentante comune³⁶². Ebbene, anche in questo caso la risposta sembra essere positiva³⁶³.

³⁵⁹ Nessun indice testuale, del resto, depone per la possibilità, riconosciuta all'autonomia privata, di conferire al rappresentante comune attribuzioni proprie dell'assemblea, come avviene invece con riferimento a talune deliberazioni dell'assemblea dei soci, che lo statuto può attribuire alla competenza dell'organo amministrativo o del consiglio di sorveglianza o del consiglio di gestione, stante la previsione di cui all'art. 2365, comma 2, c.c.

³⁶⁰ Analogamente G.F. CAMPOBASSO, *L'organizzazione degli obbligazionisti*, cit., 515.

³⁶¹ Sul punto, si veda *supra* par. 3.2.

³⁶² Tali incarichi non dovrebbero, ovviamente, limitarsi alla mera esecuzione di una delibera assembleare, essendo quest'ultimo già un potere attribuito al rappresentante comune dall'art. 2418, comma 1, c.c. I poteri attribuiti dall'assemblea dovrebbero riguardare, piuttosto, attività autonome, intraprese a seguito di una valutazione di opportunità compiuta dallo stesso rappresentante comune.

³⁶³ E' invece discusso se l'assemblea, nel silenzio del contratto, possa attribuire ulteriori poteri al rappresentante comune (si veda *supra* par. 3.2.). La soluzione favorevole può essere ritenuta

La conclusione cui si è appena giunti, anticipa la trattazione di un tema più generale, relativo all'ampliamento delle competenze dell'assemblea in via convenzionale³⁶⁴. Occorre, in altre parole, domandarsi se sia ammissibile l'eventuale previsione contrattuale della possibilità, per l'assemblea degli obbligazionisti, di deliberare su materie non espressamente rientranti nel novero dell'art. 2415, comma 1, c.c.³⁶⁵.

A una prima analisi, alla norma sulle competenze dell'assemblea degli obbligazionisti non sembra potersi riconoscere una natura suppletiva, in senso tecnico. Certamente, laddove il contratto nulla disponga, quelle previste dall'elenco di cui all'art. 2415, comma 1, c.c. sono da ritenersi le competenze spettanti all'assemblea degli obbligazionisti. Può sostenersi, inoltre, che si tratti, tendenzialmente, di competenze minime e ineliminabili³⁶⁶, che non potrebbero essere sottratte al potere dispositivo della maggioranza per essere restituite ai singoli obbligazionisti, alla società emittente ovvero a terzi. Né pare che l'assemblea possa delegare in via istituzionale le proprie competenze al rappresentante comune³⁶⁷. Ciò non esclude, tuttavia, che tali competenze possano essere utilmente integrate, attraverso la rimessione convenzionale alla maggioranza di poteri altrimenti spettanti a ciascun obbligazionista, fermo restando che abbiano ad oggetto diritti disponibili.

La ricostruzione proposta sembra trovare conferma nell'interpretazione delle norme rilevanti alla luce dell'assetto determinato dal legislatore, dovendosi comunque valutare, volta per volta, se la competenza che si intende attribuire alla maggioranza degli obbligazionisti abbia, in definitiva, ad oggetto diritti disponibili.

ammissibile, soprattutto alla luce della disposizione di cui all'art. 2418, comma 1, c.c., che attribuisce al rappresentante comune il compito di tutelare gli interessi comuni nei rapporti con la società.

³⁶⁴ Viceversa, è stato rilevato come il regolamento di emissione potrebbe senz'altro individuare a priori taluni aspetti sottratti alla possibilità di modifica da parte dell'assemblea, trattandosi di “una limitazione dell'agire della società e di un potere cui questa può senz'altro rinunciare”; cfr. N. CIOCCA, *Gli strumenti finanziari obbligazionari*, cit., 104 s.

³⁶⁵ È opportuno chiarire immediatamente che in questa specifica materia non potrebbero ritenersi applicabili le conclusioni raggiunte, circa la possibilità o meno di ampliamento delle competenze statutarie, in tema di assemblea di società per azioni. In quel contesto, infatti, la rigida previsione di competenze da parte della legge e la mancanza della facoltà di attribuire ulteriori competenze gestorie all'assemblea in via statutaria si spiegano considerando che, soprattutto in seguito alla riforma del diritto societario, la gestione della società è affidata in via esclusiva e inderogabile all'organo amministrativo (cfr. G. GRIPPO-C. BOLOGNESI, *L'assemblea nelle società per azioni*, cit., 7 e 14). In ogni caso eventuali modificazioni dello statuto societario, indipendentemente dal contenuto e dall'entità, non sono sottratte all'applicazione del principio maggioritario, bensì pur sempre di competenza dell'assemblea straordinaria.

³⁶⁶ E con riferimento all'assemblea dei soci richiamano, anche dopo la riforma, un principio di “incomprimibilità delle competenze assembleari, al di fuori dei casi previsti dalla legge” G. GRIPPO-C. BOLOGNESI, *L'assemblea nelle società per azioni*, cit., 23 e 35.

³⁶⁷ Così anche G.F. CAMPOBASSO, *L'organizzazione degli obbligazionisti*, cit., 515, con riferimento alle competenze di cui all'art. 2415, comma 1, nn. 2, 3 e 4. *Contra* R. SACCHI, *Gli obbligazionisti nel concordato della società*, cit., 78.

Esaminando, ad esempio, un ampliamento della competenza sulle modificazioni delle condizioni del prestito obbligazionario oltre i limiti ammessi, in via interpretativa, dall'art. 2415, comma 1, n. 2 c.c., occorre dapprima domandarsi se tale attribuzione rischi di porsi in violazione di una norma imperativa. La risposta sembra essere negativa. Al fine di valutarne l'eventuale contrarietà rispetto all'ordine pubblico, infatti, occorre considerare il sistema giuridico nel suo complesso, ove certamente il principio maggioritario trova ampio richiamo nel settore del diritto societario.

Né un simile ampliamento convenzionale sembrerebbe porsi in violazione di una norma cogente, dovendosi ipotizzare cioè, quale conseguenza della violazione, una sostituzione delle competenze stabilite contrattualmente per ricondurle entro i limiti previsti dalla legge³⁶⁸. Laddove si ravvisi l'interesse tutelato dalla regola maggioritaria nella tutela dell'interesse comune in contrapposizione all'interesse del singolo, risulta infatti pienamente ammissibile che, giovandosi della funzionalità e della rapidità del meccanismo assembleare predisposto dalla legge, gli obbligazionisti decidano di estendere tale metodo a ipotesi non contemplate dalla norma. Non si ravvisa, dunque, la lesione di alcun interesse protetto dalla disciplina, promuovendo, anzi, l'autonomia delle parti la maggior realizzazione di tale interesse.

La prospettata estensione della competenza assembleare neppure sembrerebbe ledere, qualora lo si ritenesse configurabile, un eventuale diritto indisponibile del singolo obbligazionista legato all'assunzione individuale della decisione in merito alla modifica delle condizioni fondamentali del prestito obbligazionario. Il rapporto nascente dalla sottoscrizione del prestito obbligazionario ha ad oggetto, pur sempre, un diritto di credito. E il diritto di credito rappresenta senz'altro un diritto disponibile. Ne deriva che la libera esplicazione dell'autonomia delle parti nel senso dell'assoggettamento di quel diritto individuale alla volontà della maggioranza appare del tutto legittima.

Infine, depone nel senso della possibilità di estendere la competenza assembleare sulla modifica delle condizioni del prestito obbligazionario anche la *ratio* della disciplina dell'organizzazione degli obbligazionisti. Se, infatti, la ragion d'essere della disciplina è quella di approntare strumenti volti ad agevolare una più efficace tutela degli obbligazionisti, nonché a facilitare, laddove si renda necessario, modifiche alle originarie condizioni del prestito, è evidente che un ampliamento convenzionale

³⁶⁸ Ciò che è invece teorizzato con riferimento a eventuali clausole statutarie che attribuissero competenze gestorie all'assemblea dei soci, le quali, per quanto nulle, in base ai principi di conservazione del contratto di cui all'art. 1424 c.c. dovrebbero essere soggette ad un'interpretazione volta a determinarne la salvezza, riconoscendone la valenza ad imporre una previa autorizzazione assembleare *ex art.* 2364, comma 1, n. 5 c.c.; cfr. P. ABBADESSA-A. MIRONE, *Le competenze dell'assemblea nella s.p.a.*, in *Riv. soc.*, 2010, 291, nota 60.

della competenza assembleare in materia appare pienamente coerente con le finalità perseguite dal legislatore³⁶⁹.

10. *Il ruolo dell'autonomia nella disciplina dell'organizzazione di gruppo. Prime conclusioni.*

L'analisi svolta consente di pervenire a una prima conclusione: le disposizioni in materia di organizzazione degli obbligazionisti garantiscono un ampio spazio all'autonomia contrattuale.

Se si ammette che fonte della disciplina relativa all'organizzazione di gruppo è non solo la legge, ma anche il contratto, occorre infatti riconoscere un preciso ambito in cui la volontà delle parti è destinata a operare, con il limite della inderogabilità delle norme imperative.

Dalla disamina delle previsioni normative è emersa la mancanza di una disciplina molto dettagliata sul funzionamento dell'organizzazione degli obbligazionisti, che obbliga a colmare le lacune ricorrendo alle previsioni convenzionali, come si è proposto, ovvero ravvisando la natura giuridica dell'organizzazione in quella di altri istituti giuridici.

Inoltre, vi sono disposizioni dal carattere generico, il cui contenuto concreto si presta a essere determinato e specificato in via convenzionale.

Anche in quegli ambiti espressamente disciplinati dal legislatore, peraltro, sono ravvisabili norme derogabili oppure suscettibili di integrazione ad opera della parti.

Non sembra tuttavia possibile affermare, in termini assoluti, la derogabilità o meno della disciplina legale dell'organizzazione degli obbligazionisti essendo necessario compiere, di volta in volta, un esame dell'istituto rilevante.

³⁶⁹ Alla conclusione favorevole all'ampliamento pattizio delle competenze assembleari perviene anche L. AUTUORI, *Artt. 2415–2420 c.c.*, cit., 220, quanto meno con riferimento alla possibilità di rinunciare alla restituzione di parte del capitale versato e al pagamento degli interessi, sia futuri sia maturati e non ancora pagati, nonché, seppur manifestando qualche dubbio, alla deliberazione relativa alla conversione del prestito obbligazionario in *equity*. Nello stesso senso cfr. M. ZACCAGNINI, *Alcune osservazioni in tema di ristrutturazioni di prestiti obbligazionari emessi da società quotate italiane*, cit., 199 s. Analogamente, N. CIOCCA, *Gli strumenti finanziari obbligazionari*, cit., 105, ammette che il regolamento di emissione potrebbe contemplare la competenza dell'assemblea degli obbligazionisti a decidere su quelle modificazioni delle condizioni del prestito che, ad avviso della dottrina, non rientrerebbero nella disponibilità della maggioranza, sulla base del presupposto per cui si tratterebbe di attribuzione inserita nel regolamento di emissione al momento della deliberazione e accettata da ciascun obbligazionista al momento dell'acquisto e pur con la precisazione che dette modifiche dovrebbero essere improntate al rispetto del principio della parità di trattamento e sorrette da un concreto interesse alla ristrutturazione del debito proprio degli obbligazionisti e non solo della società emittente. *Contra* G. PELLEGRINO, *L'organizzazione degli obbligazionisti*, cit., 125, nota 85 e 127, nota 92.

Si è ritenuto di dover escludere che l'intervento dell'autonomia delle parti possa spingersi fino a sopprimere l'organizzazione di gruppo degli obbligazionisti, potendo nondimeno regolare diversi aspetti della materia, senza intaccare la soglia minima di tutela fissata dal legislatore.

In particolare, il contratto potrebbe disciplinare le competenze dell'assemblea e i poteri del rappresentante comune, sebbene non nel senso di limitarne la portata o di proporre una diversa ripartizione (dunque uno "scambio delle competenze"), bensì in via integrativa, attraverso l'attribuzione ai due organi di competenze e poteri non previsti dalla legge.

11. *Autonomia contrattuale e legge applicabile alle emissioni obbligazionarie.*

In epoca recente si è registrata una tendenza in crescita che riguarda le emissioni, da parte di società emittenti italiane, di prestiti obbligazionari disciplinati da legge straniera³⁷⁰.

Di norma si tratta di titoli destinati a investitori istituzionali e quotati presso la Borsa del Lussemburgo, per i quali è contrattualmente designata quale legge applicabile la legge inglese³⁷¹. In altri casi, la legge prescelta dalle società emittenti, molto spesso società quotate italiane, coincide con la legge dei mercati di negoziazione delle obbligazioni. Ne deriva che i prestiti obbligazionari risultano prevalentemente regolati dal diritto lussemburghese o inglese³⁷².

Il fenomeno pone questioni rilevanti ai fini della ricerca, in quanto induce a domandarsi quali siano i limiti entro cui la disciplina del contratto possa incidere sulla disciplina di diritto societario. In particolare, ci si è chiesti se la legge straniera prescelta dalle parti possa prevalere sulla disciplina italiana in materia di organizzazione degli obbligazionisti ovvero se vi siano previsioni di diritto italiano da ritenere inderogabili³⁷³.

La rilevanza del problema ben si comprende ove si consideri che la legge straniera richiamata dal contratto è spesso una legge che rimette al voto della maggioranza degli obbligazionisti anche misure radicali di ristrutturazione del debito obbligazionario, che nel nostro ordinamento, secondo l'interpretazione prevalente,

³⁷⁰ Cfr. M. ZACCAGNINI, *Alcune osservazioni in tema di ristrutturazioni di prestiti obbligazionari emessi da società quotate italiane*, cit., 201. Ma per uno studio di taluni profili relativi alle emissioni di obbligazioni sui mercati europei ed esteri si veda già G. SENA, *Obbligazioni di società e nuove forme di finanziamento internazionale (cenni sulle obbligazioni in moneta estera, in unità di conto europee e sulle obbligazioni indexées)*, in *Riv. dir. comm.*, 1965, I, 137 ss.

³⁷¹ Cfr. M. HOUBEN, *Giurisdizione e legge applicabile ai prestiti obbligazionari*, cit., 617 s.

³⁷² Cfr. M. NOTARI, *Azioni, strumenti finanziari partecipativi e obbligazioni: questioni problematiche e innovazioni significative nella riforma del 2003*, in *Bocconi Legal Papers*, 2014, 52.

³⁷³ Cfr. M. NOTARI, *Azioni, strumenti finanziari partecipativi e obbligazioni: questioni problematiche e innovazioni significative nella riforma del 2003*, cit., 52.

esulano dalla competenza dell'assemblea degli obbligazionisti³⁷⁴. Occorre dunque muovere da una ricognizione della materia al fine di chiarire se i limiti alla competenza dell'assemblea degli obbligazionisti fissati dalla normativa interna siano destinati a trovare applicazione ancorché il prestito sia sottoposto alla legge straniera richiamata dal contratto.

11.1. *Sulla legge applicabile al prestito obbligazionario.*

Nell'individuazione della legge applicabile ai prestiti obbligazionari, si devono tenere in considerazione i diversi profili dell'operazione di emissione obbligazionaria.

Muovendo dagli aspetti cartolari, a venire in rilievo è l'art. 59, legge 31 maggio 1995, n. 218, disposizione che, dopo aver dettato al comma 1 una disciplina applicabile a cambiali, assegni e vaglia cambiari, al successivo comma 3 stabilisce che gli altri titoli di credito sono regolati dalla legge dello Stato in cui il titolo è stato emesso, ma le obbligazioni diverse da quella principale sono regolate dalla legge dello Stato in cui ciascuna è stata assunta³⁷⁵.

Il riferimento all'emissione contenuto nella norma deve oggi essere letto alla luce della gestione dematerializzata, che implica che si debba avere riguardo all'immissione del titolo nel sistema di gestione accentrata³⁷⁶.

La legge così individuata disciplina aspetti quali la creazione del titolo, le eccezioni opponibili, le modalità di circolazione e di acquisto del titolo e i limiti alla circolazione, la legittimazione attiva e l'estinzione³⁷⁷.

Per quanto, invece, riguarda la legge applicabile al rapporto fondamentale, l'art. 3 del Regolamento Roma I³⁷⁸ fissa il principio in base al quale il contratto è disciplinato dalla legge scelta dalle parti. Occorre precisare, tuttavia, che il principio della libertà di scelta delle parti con riferimento alla legge applicabile al contratto incontra un limite nelle norme di applicazione necessaria³⁷⁹. Inoltre, per espressa

³⁷⁴ Cfr. L. AUTUORI, *Artt. 2415–2420 c.c.*, cit., 249.

³⁷⁵ Per una disamina della disciplina richiamata cfr. M. STELLA RICHTER JR, *I titoli di credito nel nuovo sistema di diritto internazionale privato*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 1996, I, 767 ss.

³⁷⁶ Così, da ultimo, M. HOUBEN, *Giurisdizione e legge applicabile ai prestiti obbligazionari*, cit., 628. Ma cfr., altresì, L.G. RADICATI DI BROZOLO, *La legge regolatrice dei titoli di credito*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 1998, I, 453; F.C. VILLATA, *Gli strumenti finanziari nel diritto internazionale privato*, Padova, 2008, 95.

³⁷⁷ Cfr. L.G. RADICATI DI BROZOLO, *La legge regolatrice dei titoli di credito*, cit., 453; M. HOUBEN, *Giurisdizione e legge applicabile ai prestiti obbligazionari*, cit., 628.

³⁷⁸ Regolamento CE n. 593/2008 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 17 luglio 2008, sulla legge applicabile alle obbligazioni contrattuali, su cui cfr. F. SALERNO, *Regolamento CE n. 593/2008 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 17 luglio 2008, sulla legge applicabile alle obbligazioni contrattuali ("Roma I")*, in *Nuove leggi civ.*, 2009, 521 ss.

³⁷⁹ Definite dallo stesso Regolamento all'art. 9, comma 1 come quelle "disposizioni il cui rispetto è ritenuto cruciale da un paese per la salvaguardia dei suoi interessi pubblici, quali la sua

disposizione dello stesso Regolamento, sono escluse dal suo ambito di applicazione alcune questioni inerenti il diritto delle società, tra le quali figura l'“organizzazione interna” della società³⁸⁰.

Le materie inerenti la disciplina della società che esulano dal campo di applicazione del Regolamento saranno disciplinate, in virtù di quanto disposto dall'art. 25, comma 1, L. 218/1995, dalla legge dello Stato nel cui territorio è stato perfezionato il procedimento di costituzione³⁸¹.

Alla luce di tale quadro normativo, la dottrina è concorde nel ritenere che debba ritenersi applicabile la *lex societatis* con riferimento a profili quali la competenza o i limiti all'emissione del prestito obbligazionario, vuoi perché rientranti nel concetto di “capacità” della società³⁸², vuoi perché le relative disposizioni sono ritenute, forse impropriamente, norme di applicazione necessaria³⁸³.

Al contempo, l'esclusione degli aspetti afferenti la disciplina delle società dall'ambito riservato alla legge scelta dalle parti induce a domandarsi se a disciplinare l'organizzazione degli obbligazionisti possa essere la legge del contratto ovvero debba essere la *lex societatis*.

organizzazione politica, sociale o economica, al punto da esigerne l'applicazione a tutte le situazioni che rientrino nel loro campo d'applicazione, qualunque sia la legge applicabile al contratto secondo il presente regolamento”.

³⁸⁰ In particolare, ai sensi dell'art. 3, comma 2, lett. f) del Regolamento Roma I sono escluse dal campo di applicazione del regolamento “le questioni inerenti al diritto delle società, associazioni e persone giuridiche, su aspetti quali la costituzione, tramite registrazione o altrimenti, la capacità giuridica, l'organizzazione interna e lo scioglimento delle società, associazioni e persone giuridiche e la responsabilità personale dei soci e degli organi per le obbligazioni della società, associazione o persona giuridica”.

³⁸¹ L'art. 25, L. 218/95, peraltro, contempla un elenco esemplificativo delle materie disciplinate dalla *lex societatis*, che comprende: “a) la natura giuridica; b) la denominazione o ragione sociale; c) la costituzione, la trasformazione e l'estinzione; d) la capacità; e) la formazione, i poteri e le modalità di funzionamento degli organi; f) la rappresentanza dell'ente; g) le modalità di acquisto e di perdita della qualità di associato o socio nonché i diritti e gli obblighi inerenti a tale qualità; h) la responsabilità per le obbligazioni dell'ente; i) le conseguenze delle violazioni della legge o dell'atto costitutivo”.

³⁸² Da ultimo cfr. M. HOUBEN, *Giurisdizione e legge applicabile ai prestiti obbligazionari*, cit., 630. Nello stesso senso cfr. M. STELLA RICHTER JR, *I titoli di credito nel nuovo sistema di diritto internazionale privato*, cit., 789; L. AUTUORI, *Artt. 2415–2420 c.c.*, cit., 251.

³⁸³ Cfr. V. SANGIOVANNI, *Emissioni di obbligazioni e scandali finanziari fra diritto internazionale privato e diritto comunitario*, in *Società*, 2007, 547 ss.

11.1.1. (*segue*): La tesi della determinazione rimessa all'autonomia delle parti.

Secondo un primo orientamento, nella disciplina relativa all'organizzazione degli obbligazionisti dovrebbe prevalere la legge scelta dalle parti³⁸⁴.

La soluzione di rimettere all'autonomia privata tale materia è espressamente accolta dall'ordinamento francese, che dispone che, salvo clausola contraria contenuta nel contratto di emissione l'organizzazione degli obbligazionisti non è obbligatoria in caso di "emprunts émis à l'étranger par des sociétés françaises"³⁸⁵.

A sostegno della prevalenza dell'autonomia delle parti anche con riferimento all'ordinamento italiano si richiama la natura delle norme relative all'organizzazione degli obbligazionisti, che dovrebbero considerarsi strettamente legate al rapporto negoziale intercorrente con la società emittente³⁸⁶.

A favore di questo orientamento si rileva, altresì, che il dettato letterale dell'art. 25, L. 218/95 non richiama espressamente l'organizzazione degli obbligazionisti laddove individua le materie disciplinate dalla *lex societatis*³⁸⁷.

Di conseguenza la disciplina dell'organizzazione degli obbligazionisti non rientrerebbe fra le materie previste dall'art. 25, L. 218/95, bensì ricadrebbe fra le materie regolate dalla legge scelta dalle parti e applicabile al prestito.

L'impostazione richiamata appare quella maggiormente condivisibile, per le ragioni che saranno esposte nel successivo paragrafo. Nondimeno, merita sin d'ora rilevare che l'adesione all'orientamento che sostiene l'applicabilità della legge scelta dalle parti alla disciplina dell'organizzazione degli obbligazionisti non esonera dal verificare che una simile scelta non si ponga in contrasto con le norme di applicazione necessaria³⁸⁸; verifica che sarà compiuta nel successivo paragrafo 11.2.

³⁸⁴ Sostiene tale posizione L. AUTUORI, *Artt. 2415–2420 c.c.*, cit., 252 s. e, pare, M. ZACCAGNINI, *Alcune osservazioni in tema di ristrutturazioni di prestiti obbligazionari emessi da società quotate italiane*, cit., 202.

³⁸⁵ L. 228-68 C. Com.; cfr. M. GERMAIN-V. MAGNIER, *Les sociétés commerciales*²¹, cit., n. 2400, 618.

³⁸⁶ In tal senso cfr. L. AUTUORI, *Artt. 2415–2420 c.c.*, cit., 252.

³⁸⁷ Cfr. M. ZACCAGNINI, *Alcune osservazioni in tema di ristrutturazioni di prestiti obbligazionari emessi da società quotate italiane*, cit., 202, nota 19.

³⁸⁸ Sul punto cfr. M. HOUBEN, *Giurisdizione e legge applicabile ai prestiti obbligazionari*, cit., 635, nota 9.

11.1.2. (*segue*): L'orientamento favorevole all'applicazione della *lex societatis*.

Un secondo orientamento è quello che postula l'applicazione della *lex societatis*, negando ogni spazio all'autonomia privata, con la sola eccezione delle disposizioni ritenute derogabili anche nell'ordinamento interno³⁸⁹.

A tal fine, si ricorre a un'operazione ermeneutica attraverso la quale la disciplina dell'organizzazione degli obbligazionisti è ricondotta alle materie contemplate dall'art. 25, L. 218/95. In particolare, quanto al rappresentante comune, si sostiene che la relativa nomina non è obbligatoria nella fisiologia dell'impresa, tuttavia, qualora fosse nominato, i suoi obblighi e poteri non sarebbero derogabili convenzionalmente e dovrebbero considerarsi regolati dalla *lex societatis*³⁹⁰. Per quanto concerne la disciplina relativa all'assemblea degli obbligazionisti, si ritiene possa essere ricondotta, alternativamente, alla categoria dei "poteri e modalità di funzionamento degli organi [sociali]"³⁹¹, a quella relativa ai diritti e gli obblighi inerenti la qualità di socio³⁹², alle altre materie non espressamente incluse nell'elenco, solo esemplificativo, previsto dall'art. 25, L. 218/95, dovendosi in ogni caso concludere per l'inderogabilità della *lex societatis*³⁹³.

Vi è pure chi, muovendo dal diverso assunto che l'organizzazione degli obbligazionisti sia un'entità esterna e diversa rispetto alla società emittente, ha ipotizzato che il criterio di cui all'art. 25, L. 218/95 potrebbe semmai trovare applicazione avuto riguardo al luogo in cui si è perfezionato il procedimento di costituzione della stessa organizzazione degli obbligazionisti³⁹⁴.

Le ricostruzioni esaminate, tuttavia, non appaiono condivisibili, né sul piano interno, né su quello del diritto internazionale privato.

L'ultima interpretazione richiamata si fonda sul presupposto dell'individuazione della natura giuridica dell'organizzazione degli obbligazionisti in quella di un ente associativo o di altro tipo. Si è già avuto modo di rilevare in altra

³⁸⁹ Ritiene che l'organizzazione di gruppo degli obbligazionisti dovrebbe essere disciplinata dalla *lex societatis* M. STELLA RICHTER JR, *I titoli di credito nel nuovo sistema di diritto internazionale privato*, cit., 789.

³⁹⁰ Si veda M. HOUBEN, *Giurisdizione e legge applicabile ai prestiti obbligazionari*, cit., 643 e ss. e 655, testo e nota, 154.

³⁹¹ Ai sensi dell'art. 25, comma 2, lett. e), L. 218/95.

³⁹² Ai sensi dell'art. 25, comma 2, lett. g), L. 218/95.

³⁹³ Così M. HOUBEN, *Giurisdizione e legge applicabile ai prestiti obbligazionari*, cit., 648 e ss. e, specificamente, 654 e s.

³⁹⁴ L'ipotesi è formulata da L. AUTUORI, *Artt. 2415–2420 c.c.*, cit., 251, il quale tuttavia rileva come tale interpretazione, tra l'altro, si scontri con la difficoltà di inquadrare la disciplina sull'organizzazione degli obbligazionisti come norme regolatrici dello statuto dell'ente "categoria degli obbligazionisti".

sede, tuttavia, che l'idea dell'organizzazione degli obbligazionisti come entità autonoma, sia essa associazione, consorzio o altro ente, non persuade³⁹⁵.

La prima posizione, analogamente, omette di attribuire l'opportuno rilievo alla circostanza che gli obbligazionisti sono creditori sociali; creditori cui la legge attribuisce un rapporto privilegiato e di interazione con la società emittente, ma pur sempre creditori sociali. Lo stretto collegamento con la società, o anche l'inserimento nella struttura organizzativa della società, non valgono a rendere gli obbligazionisti organi della società. Alla luce di tale considerazione, non pare corretto includere la disciplina dell'organizzazione degli obbligazionisti nell'ambito di applicazione dell'art. 25, L. 218/95, il cui tenore letterale, peraltro, non pare prestarsi a una diversa e più estesa interpretazione.

Alla medesima conclusione si giunge alla luce di un altro elemento, in precedenza esaminato³⁹⁶. Le regole sull'organizzazione, le responsabilità, i procedimenti decisionali dei creditori della società sono regole di mercato, non regole di organizzazione della società. Ciò implica che la disciplina di diritto societario può trovare applicazione sino al momento della formazione della decisione relativa all'emissione del prestito obbligazionario, ma non estendersi fino a disciplinare l'organizzazione degli obbligazionisti, travolgendo l'*electio legis* effettuata dalle parti³⁹⁷.

11.2. Limiti all'applicazione del diritto straniero.

Uno dei più controversi profili relativi alle emissioni obbligazionarie regolate dalla legge straniera è quello relativo all'individuazione delle norme di diritto italiano che, nonostante l'*electio legis*, devono trovare applicazione³⁹⁸.

Come si è avuto modo di rilevare, il problema non riguarda, in realtà, profili quali la competenza o i limiti alle emissioni, la cui inderogabilità non è revocabile in dubbio, bensì la disciplina dell'organizzazione degli obbligazionisti e, in particolare, l'ambito della competenza assembleare sulle modificazioni delle condizioni del prestito.

La dottrina che ha affrontato il problema sembra prendere le mosse dall'identificazione delle norme aventi carattere inderogabile nel diritto italiano, per poi estendere le conclusioni raggiunte all'ipotesi di prestito obbligazionario soggetto a legge estera, individuando così i limiti all'applicazione della legge straniera sulla base

³⁹⁵ Cfr. *supra*, par. 5.

³⁹⁶ Su cui cfr. *supra*, Cap. I, par. 5.3.

³⁹⁷ Cfr. M. NOTARI, *La raccolta dei mezzi finanziari nella s.r.l.*, cit., 117 s.

³⁹⁸ Sulle norme di applicazione necessaria nel settore dei mercati finanziari cfr. F.C. VILLATA, *Gli strumenti finanziari nel diritto internazionale privato*, cit., 335 ss.

di un'equivalenza tra norma inderogabile di diritto italiano e norma di applicazione necessaria ai fini del diritto internazionale privato³⁹⁹.

Da altri si è ritenuto di dover considerare, di volta in volta, lo specifico interesse tutelato dalla norma al fine di stabilire se si tratti di norma di applicazione necessaria o meno e, al contempo, di dover ritenere applicabili anche norme interne astrattamente derogabili laddove fossero funzionali all'applicazione delle prime. Si è affermato, così, che, in quanto poste a tutela di interessi non esclusivamente inerenti al rapporto negoziale tra emittente e obbligazionisti, le norme relative all'approvazione del concordato – quali quella che prescrive il voto dell'assemblea degli obbligazionisti sulla proposta di concordato ovvero quelle che dispongono che il rappresentante comune sia destinatario di comunicazioni dirette agli obbligazionisti nell'ambito delle procedure concordatarie – sarebbero norme di applicazione necessaria. Per garantirne l'applicazione, allorché, ad esempio, il rappresentante comune non fosse stato nominato in virtù della deroga negoziale, nel caso in cui subentrasse un concordato occorrerebbe procedere ugualmente alla nomina, ma solo per i limitati scopi previsti dalle norme della legge fallimentare⁴⁰⁰.

In realtà, altro è riconoscere che una norma è inderogabile nell'ordinamento italiano, altro è concludere che la norma sia senz'altro di applicazione necessaria⁴⁰¹.

Si pensi alla necessaria presenza del rappresentante comune. La disamina effettuata ha indotto a ritenere che, nell'ambito dell'ordinamento italiano, le norme che impongono la nomina del rappresentante comune siano norme non derogabili dall'autonomia privata, ossia che, in caso di emissione di prestito obbligazionario, non è possibile prescindere dalla figura del rappresentante comune⁴⁰². Tale conclusione, tuttavia, non implica necessariamente che la norma sia anche di applicazione necessaria.

Si ipotizzi l'emissione di un prestito obbligazionario regolato, per volontà delle parti, dalla legge straniera. Ebbene, come si è avuto modo di rilevare⁴⁰³, sono molti gli ordinamenti stranieri, soprattutto di tradizione latina, che prevedono la creazione di un'organizzazione degli obbligazionisti, la cui struttura di norma ricalca quella prevista dalla disciplina di cui agli artt. 2415 ss. c.c. A fronte della presenza di un *représentant de la masse* di diritto francese o di diritto lussemburghese, i cui poteri sono in larga parte analoghi a quelli del rappresentante comune di diritto italiano, non

³⁹⁹ Cfr., in tal senso, V. SANGIOVANNI, *Emissioni di obbligazioni e scandali finanziari fra diritto internazionale privato e diritto comunitario*, cit., 547 ss., sebbene con riferimento ai limiti all'emissione di cui all'art. 2412 c.c.

⁴⁰⁰ Cfr. L. AUTUORI, *Artt. 2415–2420 c.c.*, cit., 253 ss.

⁴⁰¹ La definizione di norma di applicazione necessaria adottata dal Regolamento Roma I, peraltro, appare estremamente restrittiva; cfr. *supra*, par. 11.1, nota 379.

⁴⁰² Cfr. *supra* par. 3.2 e 8.

⁴⁰³ Cfr. *supra* par. 2.

si vede perché debba procedersi alla nomina di un ulteriore rappresentante comune di diritto italiano. Anche in assenza di un'esplicita previsione del contratto, potrebbe ammettersi, in via interpretativa, che le comunicazioni che ai sensi della legge fallimentare italiana devono essere rivolte al rappresentante comune siano indirizzate al *représentant de la masse*. Al più potrebbe essere esplicitata l'attribuzione, in via pattizia, al *représentant de la masse* di quei compiti inderogabili che l'ordinamento italiano attribuisce al rappresentante comune. In questo caso, a differenza dell'ipotesi di mancata nomina di un rappresentante comune, che anche per questo motivo era stata ritenuta inammissibile, non si verificherà alcuna lesione degli interessi di eventuali terzi coinvolti e tutelati dalla disciplina fallimentare. Per quanto concerne gli ordinamenti, come quello inglese, in cui non dovesse ricorrere una figura speculare al rappresentante comune, ma che garantiscono più ampi margini di flessibilità nella predisposizione del regolamento contrattuale, i relativi poteri potrebbero essere espressamente attribuiti, questa volta senz'altro in via convenzionale, al *trustee*⁴⁰⁴.

Analogamente è a dirsi per l'assemblea. In particolare, sembra potersi ritenere legittima l'applicazione di norme della legge straniera che prevedano l'attribuzione di competenze più estese all'assemblea degli obbligazionisti rispetto a quelle previste dalla disciplina italiana. A condizione che l'assemblea degli obbligazionisti istituita ai sensi della legge straniera scelta dalle parti riconosca, come minimo, le competenze attribuite dalla legge italiana, non si vedono ostacoli rispetto all'applicazione del diritto straniero, né a un eventuale ampliamento delle competenze che, per quanto detto sopra⁴⁰⁵, già dovrebbe ritenersi ammissibile in via contrattuale nell'ordinamento italiano.

Sembra in definitiva riproporsi, in questa sede, la dicotomia tra le norme di esistenza e norme di funzionamento dell'organizzazione degli obbligazionisti. Ciò che pare essenziale assicurare, indipendentemente dalla legge applicabile al prestito obbligazionario, è l'esistenza di meccanismi di tutela in forma collettiva dell'interesse di gruppo e rispondenti, al contempo, all'interesse della società a non vedere ostacolata la propria libertà di movimento e il funzionamento, soprattutto attraverso l'adozione del criterio maggioritario nell'assunzione delle decisioni degli obbligazionisti. Per quanto riguarda la concreta operatività dei procedimenti, di contro, eventuali divergenze rispetto alla disciplina italiana non sembrano porsi in contrasto con il diritto interno.

Il problema dell'incidenza di eventuali norme di applicazione necessaria potrebbe semmai riguardare la disciplina di ordinamenti che riducano le tutele garantite dalla

⁴⁰⁴ Sulla figura del *trustee* nelle emissioni obbligazionarie internazionali anche da parte di società italiane cfr. G. CRISTOFARO, *Quando c'è il prestito obbligazionario internazionale*, in *Guida al Diritto*, 2011, 41.

⁴⁰⁵ Cfr. *supra* par. 9.

legge italiana agli obbligazionisti, ad esempio non prevedendo la nomina di un rappresentante comune o di un soggetto dotato di poteri analoghi ovvero di ordinamenti che non prevedano l'applicazione del principio di maggioranza in ordine alle decisioni della massa degli obbligazionisti, bensì richiedano l'unanimità⁴⁰⁶.

Si tratta ovviamente di casi marginali, posto che è da ritenersi che la società emittente, nella scelta della legge applicabile, tenderà a privilegiare ordinamenti che le garantiscano l'indispensabile flessibilità e la presenza di un interlocutore, sul modello del rappresentante comune, con cui rapportarsi. In questo caso, tuttavia, sembra doversi aderire all'idea che l'applicazione del criterio maggioritario si imponga quale norma di applicazione necessaria. Si è infatti dato atto che la regola dell'unanimità risulta controindicata, rendendo, di fatto, impossibili, ristrutturazioni del debito vantaggiose per entrambe le parti. Si è detto, ancora, che solo l'applicazione del principio maggioritario assicura l'interesse e la libertà di movimento della società emittente. Si è pure riconosciuto che è principio consolidato nel nostro ordinamento quello per cui, laddove il legislatore disponga l'applicazione del principio maggioritario, si può al più ammettere la possibilità di elevare la maggioranza richiesta dalla legge, ma in nessun caso fino all'unanimità. In altre parole, l'adozione del principio maggioritario potrebbe ritenersi cruciale per la salvaguardia dell'organizzazione economica del nostro sistema giuridico e, in quanto tale, norma di applicazione necessaria. Deve dunque ritenersi che in questo caso, almeno con riferimento alle materie di cui all'art. 2415, comma 1, c.c., gli obbligazionisti dovranno essere chiamati a decidere sulla base del principio di maggioranza, anche se eventualmente con maggioranze diverse da quelle richieste dal diritto italiano.

Un altro profilo critico riguarda l'ipotesi in cui la legge straniera applicabile legittimi l'adozione da parte dell'assemblea degli obbligazionisti di misure radicali, che incidano sul diritto al rimborso. Tale possibilità, in realtà, non pare doversi senz'altro escludere. Pur essendo il diritto al rimborso elemento caratterizzante della fattispecie obbligazionaria nel diritto italiano⁴⁰⁷, non sembra potersi da ciò desumere che la competenza dell'assemblea degli obbligazionisti di diritto straniero, che contempli eventualmente anche la possibile compromissione del diritto al rimborso, si scontri con una norma (di diritto italiano) di applicazione necessaria. Il nostro ordinamento prevede infatti la possibilità di emettere strumenti, peraltro sottoposti alla stessa disciplina prevista per le obbligazioni, per i quali il diritto al rimborso non è assicurato⁴⁰⁸. Né il nostro ordinamento vieta in termini assoluti la disponibilità da parte della maggioranza del diritto al rimborso relativo alle obbligazioni, potendo venire in discussione, ad esempio, nel caso di una proposta di concordato.

⁴⁰⁶ Ad esempio, in caso di scelta convenzionale della legge americana.

⁴⁰⁷ Su cui cfr. *amplius infra*, Cap. III, par. 3.

⁴⁰⁸ Si vedano gli strumenti contemplati dall'art. 2411, comma 3, c.c.

Sembra, pertanto, potersi desumere che, con riferimento all'ordinamento italiano, l'eventualità di disporre a maggioranza del diritto al rimborso non confligga con quelle "disposizioni il cui rispetto è ritenuto cruciale da un paese per la salvaguardia dei suoi interessi pubblici, quali la sua organizzazione politica, sociale o economica"⁴⁰⁹. Si consideri, infine, che di norma gli ordinamenti in cui si prevede la possibilità di deliberare a maggioranza sul diritto al rimborso delle obbligazioni dispongono di adeguati contrappesi, quali maggioranze qualificate particolarmente elevate, che bilanciano la deroga alla necessità del consenso del singolo obbligazionista.

11.3. La competenza sulle modificazioni delle condizioni del prestito obbligazionario in ipotesi di emissione estera. Conclusioni.

La disamina effettuata ha indotto a ritenere che, anche in ipotesi di emissioni obbligazionarie su mercati internazionali, è possibile riconoscere un ruolo significativo all'autonomia contrattuale.

Nel contesto del diritto internazionale privato, la natura delle norme sull'organizzazione degli obbligazionisti appare, in ultima analisi, riconducibile al diritto dei contratti più che al diritto societario e alle regole di mercato piuttosto che alle regole di organizzazione.

L'affermazione della libertà di scelta delle parti in ordine alla legge applicabile al contratto di prestito obbligazionario può pertanto reputarsi estesa anche ai profili della disciplina relativa all'organizzazione degli obbligazionisti, senza scontrarsi, in linea di principio, con la necessaria applicazione di norme di diritto interno.

La soluzione proposta consente una maggiore libertà di scelta alle società emittenti che, al di là della valutazione di vantaggi fiscali o di altra natura, potrebbero considerare conveniente l'applicazione di una determinata legge straniera alla luce dei meccanismi più agevoli previsti per la ristrutturazione del debito.

Non si ritiene, peraltro, che tale conclusione debba coincidere con una riduzione delle tutele per gli obbligazionisti, posto che i meccanismi predisposti da numerose legislazioni moderne, in molti casi oggetto di recenti riforme, sono spesso più avanzati ed efficaci della disciplina interna.

Allo stesso modo, tuttavia, non sembra che l'opzione dell'emissione obbligazionaria disciplinata dalla legge straniera possa rappresentare un'alternativa equivalente all'ampliamento convenzionale del novero delle competenze dell'assemblea degli obbligazionisti nei contratti di prestito regolati dalla legge italiana. A tacer d'altro, l'emissione su mercati esteri di un prestito regolato dalla legge

⁴⁰⁹ Secondo la definizione di "norme di applicazione necessaria" adottata dall'art. 9, comma 1, Regolamento Roma I.

straniera è una scelta che impone dei costi, non necessariamente alla portata di tutte le società emittenti.

Rimane il fatto che la possibilità di applicare la legge scelta dalle parti con riferimento all'organizzazione degli obbligazionisti costituisce ulteriore conferma della possibilità di riconoscere un più ampio margine all'autonomia privata nel configurare diversamente rilevanti aspetti della disciplina dell'organizzazione degli obbligazionisti anche nel diritto interno e in relazione alle emissioni interamente disciplinate dal diritto nazionale, eventualmente sul modello delle legislazioni straniere più recenti e innovative.

12. *Il regolamento negoziale del prestito obbligazionario.*

Come è stato osservato, tradizionalmente l'interesse della dottrina si è concentrato o sui profili a monte della sottoscrizione, ossia sulla delibera di emissione, o sui profili a valle dell'emissione, ossia sui profili cartolari, attinenti alla circolazione delle obbligazioni. Ne è derivata una scarsa attenzione rivolta al contratto sottostante l'emissione di un prestito obbligazionario⁴¹⁰.

Invero di "contratto", con riferimento al procedimento di emissione di obbligazioni, si può parlare in due diverse accezioni. Da una parte, vi è il contratto che regola l'emissione del prestito, ossia quello avente ad oggetto l'unitaria operazione di finanziamento che determina, per la società, l'obbligo di restituzione dell'importo; contratto che sarà oggetto dell'indagine che segue. Dall'altra parte, vi è il contratto che regola i rapporti tra i singoli obbligazionisti e la società emittente e che può avere la causa più varia. Il rilascio delle obbligazioni può, infatti, avvenire verso dazione di denaro e indipendentemente da rapporti già in essere con il sottoscrittore, come tipicamente avviene, oppure a regolamento di debiti preesistenti, in cambio di azioni, in seguito a un'operazione di riduzione del capitale sociale, a compenso di prestazioni professionali o di lavoro, a titolo gratuito, quale premio per concorsi⁴¹¹.

La fattispecie contrattuale si caratterizza per la predisposizione di un manifesto di emissione e di un regolamento, che può avere un contenuto che coincide o meno con il manifesto, la sottoscrizione di schede di prenotazione dagli aspiranti investitori e la sottoscrizione delle obbligazioni⁴¹².

⁴¹⁰ Cfr. G. GIANNELLI, *Il contratto e i prestiti obbligazionari*, cit., 338.

⁴¹¹ Per le varie ipotesi cfr. D. PETTITI, *I titoli obbligazionari*, cit., 147 s.; T. ASCARELLI, *Problemi in tema di titoli obbligazionari*, cit., 306; G. GIANNELLI, *Il contratto e i prestiti obbligazionari*, cit., 342.

⁴¹² Secondo la dottrina tradizionale il manifesto di emissione costituirebbe un'offerta al pubblico, mentre la sottoscrizione costituirebbe l'accettazione a seguito della quale si perfezionerebbe il negozio bilaterale di emissione (cfr. T. ASCARELLI, *Problemi in tema di titoli obbligazionari*, cit., 297 ss.). Altri rilevano che si tratterebbe, più spesso, di un invito al pubblico per sollecitarlo a

Sotto il profilo della qualificazione, il contratto sottostante all'emissione del prestito obbligazionario può ritenersi un contratto d'impresa⁴¹³, per la presenza di una serie di caratteristiche: quella soggettiva, essendo una delle parti del contratto un'impresa; quella oggettiva, trattandosi di un contratto diretto al finanziamento dell'impresa e, pertanto, di un contratto per il funzionamento dell'impresa; quella relativa alla tecnica di conclusione del contratto, che prevede una standardizzazione delle prestazioni e del contenuto⁴¹⁴.

La funzione del contratto è, dunque, quella di consentire alla società emittente di procurare all'esterno le risorse necessarie per l'attività di impresa⁴¹⁵. Sotto tale profilo, il contratto di emissione rientra nella categoria dei contratti di finanziamento, che si caratterizzano per una prestazione di valore da parte del finanziatore, cui non corrisponde una controprestazione contemporanea del soggetto finanziato. Normalmente, infatti, questi si impegnerà alla futura restituzione di un valore commisurato a quanto ricevuto. Ne deriva che si tratta di una tipologia di contratti in cui il fattore temporale assume una rilevanza determinante e in cui la soddisfazione dell'interesse del creditore è strettamente correlata alle condizioni patrimoniali e finanziarie del debitore nel successivo momento del rimborso⁴¹⁶.

Il contratto di emissione del prestito obbligazionario si contraddistingue, inoltre, per la predisposizione ad opera dell'emittente e il conseguente assoggettamento alla disciplina di cui agli artt. 1341 e 1342 c.c. L'esigenza della società emittente di avvalersi di condizioni giuridiche ed economiche omogenee per il finanziamento implica, invero, la predisposizione unilaterale di regole standardizzate e contenute nel regolamento contrattuale⁴¹⁷.

sottoscrivere le obbligazioni, in relazione al quale la firma della c.d. scheda integrerebbe una proposta che potrebbe essere accettata o meno dalla società emittente (cfr. D. PETTITI, *I titoli obbligazionari*, cit., 150).

⁴¹³ Sulla nozione di contratti di impresa, di recente, cfr. G. GITTI-M. MAUGERI-M. NOTARI, *Introduzione*, ne *I contratti per l'impresa*, cit., 15 ss.

⁴¹⁴ Cfr. G. GIANNELLI, *Il contratto e i prestiti obbligazionari*, cit., 346.

⁴¹⁵ Quanto alle istanze sottese al ricorso al prestito obbligazionario, dal punto di vista dell'impresa, è stato sottolineato che l'esigenza della classe imprenditoriale di procurarsi i mezzi necessari al finanziamento delle proprie imprese è solo una delle alternative possibili, potendo rappresentare il prestito una vantaggiosa forma di finanziamento, anche per l'impresa che non versasse in condizioni di necessità finanziaria, laddove la progressiva svalutazione monetaria tendesse a decurtare il debito della società emittente nei confronti degli obbligazionisti e a trasferire i costi dell'impresa su altri soggetti; cfr. F. GALGANO, *La società per azioni*, cit., 197. In senso analogo cfr. R. CAVALLO BORGIA, *Introduzione, Della società per azioni*, cit., 1 ss.

⁴¹⁶ Tale circostanza è destinata a incidere sul contenuto stesso del contratto che, come si vedrà, spesso contiene clausole volte ad assicurare il monitoraggio della situazione finanziaria del debitore ovvero il costante mantenimento di una certa dotazione di mezzi patrimoniali; cfr. G. GIANNELLI, *Il contratto e i prestiti obbligazionari*, cit., 349 ss.

⁴¹⁷ Cfr. G. GIANNELLI, *Il contratto e i prestiti obbligazionari*, cit., 346 ss.

Se questo è ciò che normalmente accade, non è tuttavia escluso che si possa ipotizzare un concorso dei futuri investitori nella fase di redazione del regolamento contrattuale. Sebbene questo potrebbe difficilmente avvenire in presenza di una molteplicità di obbligazionisti persone fisiche, destinatari finali dei titoli, l'intervento di controparti "forti", quali investitori professionali potenzialmente interessati alla sottoscrizione di una notevole quota del prestito obbligazionario, sarebbe invece certamente ipotizzabile e auspicabile. Essi potrebbero, in particolare, partecipare attivamente al procedimento di predisposizione delle clausole, negoziando condizioni ottimali a seconda degli investitori cui le obbligazioni sono, in ultima istanza, dirette, del mercato di riferimento, delle caratteristiche dell'emittente. Parimenti non sembra potersi escludere la partecipazione di terzi, quali associazioni di categoria, nell'elaborazione di regolamenti negoziali contenenti condizioni pur sempre standardizzate, ma maggiormente equilibrate e modellate anche con riguardo alle esigenze di tutela degli investitori⁴¹⁸.

13. *Le specifiche previsioni regolamentari.*

I regolamenti di emissione afferenti ai prestiti obbligazionari possono, astrattamente, contenere clausole riconducibili a tre tipologie⁴¹⁹. In primo luogo vi sono previsioni che si limitano a riprodurre ovvero a richiamare la disciplina legale⁴²⁰, sia essa di natura cogente o imperativa ovvero dispositiva. In secondo luogo possono esservi previste clausole integrative, volte a colmare le lacune della disciplina legale o, più spesso, ad adattare tale disciplina alle particolari esigenze della società emittente e

⁴¹⁸ Negli Stati Uniti la tendenza è quella della standardizzazione legale delle clausole dell'*indenture*. Le emissioni obbligazionarie che ricadono nell'ambito di applicazione del *Trust Indenture Act* sono soggette all'inderogabile applicazione delle previsioni di cui alle Secc. 310-317, anche in presenza di contrarie previsioni pattizamente convenute. Anche con riferimento alle emissioni non soggette alla legge federale, tuttavia, una sostanziale standardizzazione delle condizioni è prevista dalla diffusa adozione delle clausole predisposte dall'*American Bar Association*, cfr. AMERICAN BAR ASSOCIATION, *Revised Model Simplified Indenture*, in *Bus. Law.*, 2000, 1115. La prima versione del modello è il *Model Simplified Indenture*, in *Bus. Law.*, 1983, 741. Cfr. anche N. CIOCCA, *Gli strumenti finanziari obbligazionari*, cit., 263 ss. Per una più approfondita analisi del sistema americano si veda *infra*, Cap. III. par. 10.

⁴¹⁹ I regolamenti di emissione di prestiti obbligazionari costituiscono parte integrante del contratto sottostante l'emissione; cfr. G. GIANNELLI, *Il contratto e i prestiti obbligazionari*, cit., 352.

⁴²⁰ Spesso i regolamenti di prestito obbligazionario si aprono con una generica clausola di rinvio, quale "[i]l presente prestito obbligazionario è regolato dalle seguenti norme e condizioni e, per quanto in esse non specificato, dagli articoli 2410 e seguenti del Codice Civile in materia di obbligazioni emesse da società per azioni"; cfr., ad esempio, il *Regolamento del prestito obbligazionario "Alessandro Rosso Group S.p.A. 10% 2013 – 2018"*, nonché il *Regolamento del prestito obbligazionario "Dy.ret S.p.A. 6% 2014 – 2019"*; il *Regolamento del prestito obbligazionario "Enertronica 5%-2016-2018"*. Dello stesso tenore il richiamo contenuto nell'art. 9.2 del *Regolamento del prestito obbligazionario "Damiani S.p.A. 2013/2019"*.

alle peculiarità dell'operazione di finanziamento attuata mediante l'emissione del prestito obbligazionario⁴²¹. Infine, con riferimento a quelle disposizioni di legge ritenute derogabili, è possibile riscontrare clausole sostitutive della disciplina legale⁴²².

In generale, i regolamenti di emissione sono piuttosto brevi e si concentrano maggiormente sui profili relativi all'operazione di finanziamento che su quelli concernenti l'organizzazione degli obbligazionisti, spesso sottovalutati. Inoltre, mentre con riferimento alle previsioni del primo tipo è possibile riscontrare una certa varietà e una più pregnante incidenza dell'autonomia privata, nel caso delle clausole attinenti alla disciplina dell'organizzazione degli obbligazionisti si registra un sostanziale livellamento, legato alla mera riproduzione o al richiamo della disciplina legale.

Di seguito sarà esaminato il contenuto di alcune tipiche pattuizioni contrattuali rinvenibili nella prassi, facendo riferimento a esempi di regolamenti di emissione di prestiti obbligazionari *corporate* soggetti alla legge italiana.

13.1. (segue): *Le clausole relative all'operazione di finanziamento.*

L'ambito relativo ai profili più strettamente legati alle caratteristiche dei titoli obbligazionari, ai profili economici e a quelli, più in generale, connessi all'operazione di finanziamento, si presta senz'altro a una maggiore versatilità e a riflettere le specificità della singola emissione obbligazionaria.

Tra le previsioni che rientrano in questa categoria si annoverano quelle relative all'importo nominale dell'emissione, al taglio e alla forma dei titoli. Essenziale è, poi, l'indicazione del prezzo di emissione, della durata e degli interessi. Possono, inoltre essere previsti specifici limiti alla sottoscrizione e alla circolazione, ad esempio nei casi in cui il prestito obbligazionario sia riservato esclusivamente alla sottoscrizione da parte di investitori qualificati⁴²³. Con riferimento allo *status* del titolo, è poi specificato il grado di subordinazione dell'obbligazione rispetto ad altre obbligazioni e ad altri debiti della società emittente, nonché l'eventuale convertibilità. Inoltre, sono richiamate indicazioni relative alla costituzione di garanzie a favore degli obbligazionisti.

⁴²¹ Ad esempio, in relazione ai rapporti tra società emittente e obbligazionisti, possono ipotizzarsi clausole concernenti la regolamentazione di flussi informativi.

⁴²² Con riferimento al rappresentante comune, in particolare, è possibile che, in luogo della nomina ad opera dell'assemblea, la prima nomina avvenga nello stesso contratto. Il contratto potrebbe, poi, contenere l'impegno della società a corrisponderne il compenso, che conseguentemente, in deroga all'art. 2417, comma 3, c.c., sarebbe determinato non dall'assemblea ma dal contratto.

⁴²³ Si veda, ad esempio, l'art. 1.2 del *Regolamento del prestito obbligazionario "Alessandro Rosso Group S.p.A. 10% 2013 – 2018"*; l'art. 5 del *Regolamento del prestito obbligazionario "Tiscali conv 2016-2020"*; l'art. 1.2 del *Regolamento del prestito obbligazionario "Dy.ret S.p.A. 6% 2014 – 2019"*.

La caratteristica di rapporto che si protrae lungo un determinato arco temporale, propria dei contratti di finanziamento, giustifica la previsione di peculiari impegni della società emittente. Tra questi, particolarmente ricorrenti sono le clausole che impongono alla società emittente il mantenimento di determinati parametri finanziari, limiti all'assunzione di indebitamento finanziario, limiti alla distribuzione di dividendi, divieto di effettuare operazioni straordinarie e i c.d. *negative pledge*, con cui la società si impegna a non concedere pegni, ipoteche o altre garanzie reali sui propri beni⁴²⁴. Dal punto di vista dei flussi informativi è talora possibile rinvenire la previsione di specifici impegni, da parte della società emittente, a fornire agli obbligazionisti copie dei bilanci, i dati relativi al piano industriale o comunque le informazioni necessarie all'esercizio dei diritti ad essi spettanti⁴²⁵.

Per quanto riguarda il rimborso, si prevede normalmente che il prestito obbligazionario sia rimborsato alla pari, in un'unica soluzione, nel giorno previsto della scadenza. Tuttavia, sono spesso previste clausole di rimborso anticipato del prestito sia a favore della società emittente, sia a favore dell'obbligazionista. Nel primo caso, si tratta di attribuire all'emittente la facoltà di procedere a rimborsi anticipati, anche parziali⁴²⁶. Nel secondo caso, tale facoltà è riconosciuta all'obbligazionista in relazione al verificarsi di eventi di varia natura, ma accomunati da un potenziale incremento del rischio di solvibilità del debitore, quali mancato pagamento alle scadenze o mancato rispetto di impegni da parte della società emittente, *change of control*, stato di insolvenza o liquidazione dell'emittente, esclusione dalle negoziazioni sul mercato di riferimento⁴²⁷.

⁴²⁴ Per un esempio di questa tipologia di clausole si veda l'art. 8 del *Regolamento del prestito obbligazionario denominato "Prestito obbligazionario Alerion Clean Power S.p.A. 2015-2022"*, nonché l'art. 7 del *Regolamento del prestito obbligazionario "Mittel S.p.A. 2013 – 2019"*.

⁴²⁵ Cfr. artt. 1.11 del *Regolamento del prestito obbligazionario "Alessandro Rosso Group S.p.A. 10% 2013 – 2018"*.

⁴²⁶ Appare evidente che tale possibilità giova alla società emittente nella misura in cui le consente di ridurre il proprio indebitamento, nonché di evitare l'esborso di interessi sino alla data di scadenza qualora l'evoluzione della situazione finanziaria lo consentisse. Esempi di clausole di rimborso anticipato a favore dell'emittente sono rinvenibili nell'art. 6 del *Regolamento del prestito obbligazionario "Intek Group S.p.A. 2012 – 2017"*; nell'art. 7.2 del *Regolamento del prestito obbligazionario denominato "Prestito obbligazionario Alerion Clean Power S.p.A. 2015-2022"*; nell'art. 6 (b) del *Regolamento del prestito obbligazionario "Tiscali conv 2016-2020"*; nell'art. 13.2 del *Regolamento del prestito obbligazionario "Compagnia della Ruota S.p.A. 2014-2019 – Obbligazioni Convertibili 6,5%"*; nell'art. 6.2 del *Regolamento del prestito obbligazionario "Mittel S.p.A. 2013 – 2019"*.

⁴²⁷ Cfr. artt. 1.8 e 1.9 del *Regolamento del prestito obbligazionario "Alessandro Rosso Group S.p.A. 10% 2013 – 2018"*; art. 10 del *Regolamento del prestito obbligazionario "Tiscali conv 2016-2020"*; art. 13.1 del *Regolamento del prestito obbligazionario "Compagnia della Ruota S.p.A. 2014-2019 – Obbligazioni Convertibili 6,5%"*; art. 6 del *Regolamento del prestito obbligazionario "Dedagroup 6,5% 2014-2019 Istituzionale"*; artt. 1.8 e 1.9 del *Regolamento del prestito obbligazionario "Dy.ret S.p.A. 6% 2014 – 2019"*; art. 9 del *Regolamento del prestito obbligazionario "Enertronica 5%-2016-2018"*; art. 1.9 del *Regolamento del prestito obbligazionario "Expert System"*.

13.2. (segue): ...e la disciplina dell'organizzazione di gruppo.

Il tema delle clausole contrattuali sulla disciplina dell'organizzazione di gruppo può essere esaminato, in considerazione delle finalità del lavoro, distinguendo due profili. Un primo profilo, più generale, attiene alla regolamentazione degli aspetti organizzativi dell'organizzazione degli obbligazionisti nel suo complesso. Il secondo profilo, più specifico, riguarda la disciplina delle competenze assembleari.

Negli esempi di regolamento del prestito esaminati, anche relativi a prestiti obbligazionari emessi da società quotate, si riscontra spesso il mero richiamo alle norme relative alla disciplina dell'organizzazione degli obbligazionisti ovvero una replica pressoché integrale delle previsioni di legge⁴²⁸. In genere, all'organizzazione di gruppo è dedicata un'unica clausola del regolamento di emissione, in cui si riportano letteralmente tutte le previsioni di cui agli artt. 2415 ss. c.c.⁴²⁹.

Talvolta il regolamento del prestito contempla la nomina del primo rappresentante comune⁴³⁰ ovvero si prevede che la società emittente ne chiederà la nomina ai sensi dell'art. 2417 c.c. qualora gli obbligazionisti non dovessero provvedere entro il termine fissato nel regolamento stesso⁴³¹.

S.p.A. 45 2015 – 2024". Si veda invece l'art. 3.4 del *Regolamento del prestito obbligazionario "Damiani S.p.A. 2013/2019"*, ove la facoltà di rimborso anticipato su richiesta degli obbligazionisti è espressamente esclusa.

⁴²⁸ Peculiare è un regolamento di prestito relativo all'emissione di un unico titolo obbligazionario sottoscritto da un investitore professionale. In questo caso, infatti, non figurano espressamente previsioni riconducibili all'istituzione di un'organizzazione degli obbligazionisti, essendovi solo un generico richiamo all'applicazione delle norme del codice civile di cui agli artt. 2410 e ss. Non è chiaro se l'assenza di specifiche clausole in merito stia ad indicare la mancata creazione di un'organizzazione degli obbligazionisti, costituita dal rappresentante comune e dall'assemblea. Se così fosse, si registrerebbe una riduzione dei diritti dell'obbligazionista, al quale non è riconosciuto, ad esempio, l'accesso ai libri sociali attraverso il proprio rappresentante comune. Per quanto riguarda le modifiche alle condizioni del prestito, tuttavia, ai sensi dell'art. 1.16 queste sono normalmente subordinate al consenso scritto dell'obbligazionista; cfr. *Regolamento del prestito obbligazionario "Alessandro Rosso Group S.p.A. 10% 2013 – 2018"*. In tema di necessità o meno di istituire un'organizzazione degli obbligazionisti in presenza di un unico obbligazionista si vedano le considerazioni svolte e la dottrina richiamata *supra* par. 8, nota 325.

⁴²⁹ Cfr. l'art. 12 del *Regolamento del prestito obbligazionario denominato "Prestito obbligazionario Alerion Clean Power S.p.A. 2015-2022"*; art. 1.18 del *Regolamento del prestito obbligazionario "Dy.ret S.p.A. 6% 2014 – 2019"*; art. 11 del *Regolamento del prestito obbligazionario "Mittel S.p.A. 2013 – 2019"*.

⁴³⁰ Individuato in una società fiduciaria e di revisione dall'art. 12 del *Regolamento del prestito obbligazionario denominato "Prestito obbligazionario Alerion Clean Power S.p.A. 2015-2022"* o in un docente universitario dall'art. 11 del *Regolamento del prestito obbligazionario "Mittel S.p.A. 2013 – 2019"*.

⁴³¹ Cfr. l'art. 9.1 del *Regolamento del prestito obbligazionario "Dedagroup 6,5% 2014-2019 Istituzionale"*.

Con riferimento all'assemblea, è possibile al più riscontrare qualche specificazione in relazione al luogo dell'adunanza o alle modalità di convocazione⁴³².

Anche in relazione alla determinazione delle competenze dell'assemblea degli obbligazionisti, nella prassi si riscontrano clausole del regolamento del prestito che si limitano a riprodurre il testo dell'art. 2415, comma 1, c.c., attraverso una pedissequa enunciazione delle competenze ivi elencate⁴³³.

Sembra dunque che l'autonomia privata si sia avvalsa in maniera molto limitata della possibilità di disciplinare l'organizzazione degli obbligazionisti, laddove la relativa disciplina potrebbe essere ampliata sotto vari profili⁴³⁴.

14. *Profili di (eventuale) incidenza del contratto sull'organizzazione di gruppo. Prime conclusioni.*

L'analisi sin qui svolta rivela che, sebbene nella prassi non siano frequentemente rinvenibili previsioni di natura convenzionale aventi ad oggetto la disciplina dell'organizzazione degli obbligazionisti, da un punto di vista teorico è invece certamente ammissibile che il contratto intervenga su tali aspetti, seppure entro i limiti individuati.

Venendo a un esempio concreto della possibile incidenza del contratto su profili organizzativi, si è ritenuto plausibile un ampliamento convenzionale dei poteri degli organi dell'organizzazione degli obbligazionisti. Pertanto, ferma restando la ripartizione legale di competenze tra assemblea e rappresentante comune disegnata dal legislatore e ferme restando le rispettive attribuzioni, che non potrebbero essere eliminate, appare ammissibile che nel contratto sia prevista l'assegnazione di poteri specifici al rappresentante comune e di competenze ulteriori all'assemblea.

Finora i contratti di prestito obbligazionario si sono prevalentemente concentrati sui profili economici del prestito obbligazionario, relativi all'operazione di finanziamento, limitandosi a recepire o richiamare le disposizioni legislative in materia

⁴³² Cfr. l'art. 11 (d) del *Regolamento del prestito obbligazionario "Tiscali conv 2016-2020"*.

⁴³³ Ad esempio, cfr. art. 10 del *Regolamento del prestito obbligazionario "Intek Group S.p.A. 2012 – 2017"*; art. 20.1 del *Regolamento del prestito obbligazionario "Compagnia della Ruota S.p.A. 2014-2019 – Obbligazioni Convertibili 6,5%"*.

⁴³⁴ L'unica specificazione comunemente rinvenibile è quella relativa alla possibilità per la società emittente di apportare unilateralmente modifiche rispetto a errori manifesti oppure di natura esclusivamente formale contenuti nel regolamento del prestito. Cfr., ad esempio, l'art. 12 del *Regolamento del prestito obbligazionario denominato "Prestito obbligazionario Alerion Clean Power S.p.A. 2015-2022"*; art. 11 del *Regolamento del prestito obbligazionario "Mittel S.p.A. 2013 – 2019"*; art. 19.1 del *Regolamento del prestito obbligazionario "Compagnia della Ruota S.p.A. 2014-2019 – Obbligazioni Convertibili 6,5%"*; art. 15.1 del *Regolamento del prestito obbligazionario "Dy.ret S.p.A. 6% 2014 – 2019"*. Quest'ultimo prevede, peraltro, allo stesso articolo, che le modifiche alle condizioni del prestito richiedono il consenso scritto di tutti gli obbligazionisti.

di organizzazione della categoria degli obbligazionisti e tralasciandone una compiuta sistematizzazione o un'eventuale integrazione.

Tale circostanza potrebbe essere legata alla mancanza di controparti “forti” dalla parte degli obbligazionisti, quanto meno al momento dell'emissione delle obbligazioni e della predisposizione del relativo regolamento, le quali siano dotate della competenza e della capacità di condurre delle trattative con la società emittente al fine di ottenere la previsione di particolari clausole nel testo contrattuale. Occorre rilevare, però, che, sotto certi aspetti, un intervento più incisivo nella predisposizione del contratto – in termini di eventuale integrazione o modifica, nei limiti consentiti, della disciplina legislativa relativa all'organizzazione degli obbligazionisti – risponderrebbe certamente anche all'interesse della società emittente. Eventuali clausole derogative ovvero integrative della disciplina legale, pertanto, ben potrebbero essere predisposte dalla stessa società emittente e sottoposte alla controparte.

CAPITOLO III

LE MODIFICAZIONI DELLE CONDIZIONI DEL PRESTITO
 OBBLIGAZIONARIO E L'IPOTESI DELLA CONVERSIONE DEL DEBITO IN
EQUITY

SOMMARIO: 1. La competenza legale dell'assemblea sulle modificazioni delle condizioni del prestito obbligazionario: ambito e limiti. – 2. Esegesi dell'art. 2415, primo comma, n. 2, c.c. e problemi interpretativi. – 2.1. (*segue*): La teoria del limite delle condizioni accessorie. – 2.2. (*segue*): La tesi del limite dell'interesse comune. – 2.3. (*segue*): L'orientamento del limite alle modificazioni incidenti sulla causa del rapporto obbligatorio. – 3. Criticità delle tesi esaminate. Una proposta di interpretazione. – 4. La decisione sulla conversione del debito in *equity*: qualificazione e disciplina. – 5. Le modificazioni delle condizioni del prestito obbligazionario nelle ipotesi di crisi d'impresa. – 5.1. (*segue*): La ristrutturazione del debito nel contesto di procedure formali. Cenni. – 5.2. (*segue*): Le modificazioni delle condizioni del prestito nel concordato. – 5.3. (*segue*): Le modificazioni delle condizioni del prestito nel fallimento. – 6. La competenza assembleare sulle modificazioni delle condizioni del prestito. Cenni di diritto comparato. – 7. La competenza assembleare sulla conversione del debito in *equity*. Prime conclusioni. – 8. La previsione regolamentare della competenza assembleare sulla conversione del debito in *equity*. – 8.1. (*segue*): La tesi favorevole all'autonomia nella determinazione delle competenze assembleari. – 8.2. (*segue*): L'orientamento contrario all'ampliamento regolamentare delle competenze assembleari. – 9. L'approccio del Regno Unito. – 10. Il modello statunitense. Le emissioni obbligazionarie negli Stati Uniti. – 10.1. (*segue*): La *Section 316 (b)* del *Trust Indenture Act*. Origini storiche e contenuto. – 10.2. (*segue*): La *Section 316 (b)* nell'interpretazione giurisprudenziale. – 10.3. (*segue*): Distorsioni e incongruenze dell'approccio proibitivo. – 10.4. (*segue*): Proposte di riforma. – 11. Differenze fra il sistema italiano e quello statunitense. – 12. La competenza sulla conversione del debito in *equity* nelle previsioni del contratto. Conclusioni. – 12.1. (*segue*): Il contenuto della clausola.

1. *La competenza legale dell'assemblea sulle modificazioni delle condizioni del prestito obbligazionario: ambito e limiti.*

Tra le competenze attribuite dall'art. 2415, comma 1, c.c. all'assemblea degli obbligazionisti, ve n'è una che, nonostante la formulazione letterale non sembri destare particolari criticità in punto di interpretazione, ha suscitato fin dalla sua introduzione un ampio dibattito in dottrina e giurisprudenza. Si tratta, in particolare, dell'attribuzione contemplata al n. 2 della norma, ossia quella relativa al potere dell'assemblea degli obbligazionisti di deliberare “sulle modificazioni delle condizioni del prestito”.

Tale competenza, senz'altro la più importante tra quelle devolute al voto della maggioranza degli obbligazionisti, più delle altre integra quella che giustifica

l'esistenza stessa di un'organizzazione di gruppo⁴³⁵, tant'è che risulta generalmente contemplata negli ordinamenti nei quali è prevista una forma di organizzazione degli obbligazionisti⁴³⁶. Al contempo, essa rappresenta l'ipotesi maggiormente critica, per la limitazione alla sovranità dell'autonomia individuale che pone.

L'esigenza di disciplinare un procedimento agevolato per le modifiche al contratto di prestito appare connaturata a due peculiarità dell'emissione obbligazionaria, la quale al contempo determina l'instaurarsi di un rapporto destinato a perdurare per un certo periodo di tempo e, in linea di principio, un rapporto con più creditori⁴³⁷.

Sotto il primo profilo, la necessità di predisporre, anche convenzionalmente, forme semplificate per la tempestiva modifica di condizioni contrattuali si pone, in generale, nei rapporti che si protraggono nel tempo, per riflettere tempestivamente cambiamenti derivanti da fattori esterni, quali l'introduzione di nuove leggi o una diversa valutazione dei beni oggetto del contratto, ovvero relativi alle parti, quali trasformazioni rilevanti nell'attività di impresa o mutamenti nei bisogni del fruitore delle prestazioni. La stessa esigenza è ancor più sentita, poi, nei contratti di finanziamento, che spesso vedono una delle parti, quella che ha bisogno di ricorrere al credito, in una situazione di carenza di liquidità, con possibilità di volgere verso un

⁴³⁵ Espressamente G. HUREAU, *Les pouvoirs des assemblées d'obligataires*, cit., 6 rileva che “[c]’est avant tout afin de rendre possible des modifications aux stipulations du contrat d’emprunt, grâce à des décisions majoritaires, prises en assemblées, et liant les absents et les dissidents, qu’ont été constitués les groupements conventionnels d’obligataires”. Cfr. D. PETTITI, *I titoli obbligazionari*, cit., 200; V. DONATIVI, *Le obbligazioni nelle società per azioni*, cit., 374.

⁴³⁶ Tra gli ordinamenti europei è infatti rinvenibile nell'ordinamento spagnolo, in quello tedesco (se prevista dalle condizioni del prestito), in quello francese, in quello belga, in quello lussemburghese, in quello svizzero e, tra gli altri ordinamenti, in quello peruviano, in quello brasiliano, in quello cileno.

⁴³⁷ Cfr. G. HUREAU, *Les pouvoirs des assemblées d'obligataires*, cit., 1 s., secondo cui “[d]’une part, le caractère collectif de l’emprunt” e “[d]’autre part, la durée généralement longue et le montant souvent élevé de l’emprunt, sont la source d’une autre communauté d’intérêts, entre la collectivité des obligataires et la société débitrice”. In proposito si veda, inoltre, la Relazione di A. Scialoja al Progetto Vivante, cit., 286, ove si legge “[v]i fu un tempo in cui veniva reclamata la istituzione di un organo speciale, che fosse di difesa degli interessi dei numerosi e dispersi portatori di obbligazioni, e nello stesso tempo offrisse il modo alla società emittente di poter trattare con una rappresentanza stabile e regolare dei suoi creditori, in quelle molte e impensate occasioni che possono nascere, quando si tratta di rapporti giuridici di lunga durata”. Cfr. anche App. Roma, 14 marzo 1929, cit., che descrive il possessore d'obbligazioni (con pegno) come “un creditore, il quale, procurando mercè l'acquisto del titolo obbligazionario, un reddito superiore all'ordinario altrove reperibile, od avendo in vista il rimborso di un prezzo più elevato di quello d'emissione in relazione al piano di sorteggio, ha legato in qualche modo la sorte propria a quella della società, normalmente per un lungo periodo di tempo”. Ritene che i due elementi qualificanti del prestito obbligazionario siano ravvisabili nella lunga durata del rapporto e nella destinazione all'impresa dei capitali forniti dagli obbligazionisti G. SCORZA, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, cit., 42.

peggioramento o, al contrario, risolversi. Più in generale, mutevoli possono essere le condizioni patrimoniali e finanziarie delle parti nel corso del tempo⁴³⁸.

Sotto il secondo profilo, appare intuitivo che un rapporto con più parti fondato su condizioni contrattuali omogenee postula il ricorso a forme di coordinamento e strumenti atti a superare la necessità di ottenere il consenso di ogni singolo creditore per le modifiche che dovessero rendersi necessarie in costanza di rapporto⁴³⁹.

A tal fine, il legislatore, stabilendo che le modificazioni alle condizioni del prestito obbligazionario debbano essere approvate dall'assemblea degli obbligazionisti, ha disposto l'applicazione del principio di maggioranza⁴⁴⁰, pur temperato dalla previsione di una maggioranza qualificata⁴⁴¹.

⁴³⁸ Sottolineano la rilevanza del tempo nel rapporto tra società emittente e sottoscrittori S. PESCATORE, *Il rappresentante comune degli obbligazionisti*, cit., 130; G. SCORZA, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, cit., 42 s.; V. SALAFIA, *Considerazioni sugli effetti della mancanza*, cit., 199.

⁴³⁹ E' opinione diffusa che al carattere bilaterale del rapporto debba corrispondere la bilateralità dell'intervento delle parti sull'originaria configurazione (cfr. P. SCHLESINGER, *Poteri unilaterali di modificazione ("ius variandi") del rapporto contrattuale*, cit., 19). Invero, il principio di vincolatività del contratto non impone affatto il divieto per le parti, di comune accordo, di attribuire ad una di esse il diritto di modificare il contratto (cfr., in tal senso, P. SIRENA, *Il ius variandi della banca dopo il c.d. decreto-legge sulla competitività (n. 223 del 2006)*, cit., 264 s.). In altre parole, "in qualsiasi figura di contratto, le parti possono convenire *ab initio* che ad una di esse vengano attribuite determinate facoltà di modificare il contenuto dell'accordo", essendo questo tipo di accordi "pienamente conforme alla nozione di «autonomia contrattuale» che sta alla base del nostro sistema" (cfr. P. SCHLESINGER, *ivi*, 21).

⁴⁴⁰ La previsione di tale maggioranza e dell'esclusione del voto della società costituirebbero una garanzia sufficiente della sola adozione di modificazioni delle condizioni del prestito rispondenti all'interesse comune secondo N. DE LUCA-A. STAGNO D'ALCONTRES, *Obbligazioni di società*, cit., 835.

⁴⁴¹ La maggioranza richiesta è indicata al secondo periodo del terzo comma dell'art. 2415 c.c., laddove si prevede che "[p]er la validità delle deliberazioni sull'oggetto indicato nel primo comma, numero 2, è necessario anche in seconda convocazione il voto favorevole degli obbligazionisti che rappresentino la metà delle obbligazioni emesse e non estinte" (e, sul punto, cfr. V. COLUSSI, voce *Obbligazioni di Società*, cit., 5, il quale sottolinea come il legislatore utilizzi erroneamente la dizione "metà delle obbligazioni" e non "più della metà"). La circostanza che la disciplina sia rimasta immutata anche a seguito della riforma del 2003, intervenuta invece sui *quorum* dell'assemblea ordinaria e straordinaria, pone delicati problemi di coordinamento. L'applicazione dei *quorum* di seconda convocazione previsti dall'art. 2369, comma 3, c.c. – sia per le società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio che per le altre – potrebbe infatti imporre una maggioranza più elevata rispetto a quella prevista dal legislatore per la modifica delle condizioni del prestito obbligazionario e, dunque, garantire una maggiore tutela agli obbligazionisti dissenzienti. È stato sostenuto, pertanto, che, laddove la maggioranza richiesta risultante dall'applicazione del *quorum* deliberativo di cui all'art. 2369, comma 3 c.c. – pari a due terzi del capitale rappresentato in assemblea – risulti superiore a quella derivante dal criterio di cui all'art. 2415, comma 3 c.c., sarà necessario ottenere il voto favorevole della maggioranza più elevata. Ulteriori problemi pone la previsione delle maggioranze fissate per l'assemblea di prima convocazione delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, che comporterebbe l'applicazione di un *quorum* deliberativo meno elevato nella prima convocazione rispetto alla seconda, ove la maggioranza richiesta sarebbe quella di cui all'art. 2415, comma 3, c.c. Infine, un analogo inconveniente sorge con riferimento al *quorum* dell'assemblea di terza convocazione, che, se applicato, imporrebbe una maggioranza meno elevata rispetto a quella di

Ed è proprio questo carattere che rende la previsione invisa, ossia che essa, nel nostro come in altri ordinamenti, rappresenta una vistosa eccezione ai principi propri del diritto dei contratti, che imporrebbero l'accettazione di tutti i contraenti rispetto alle modifiche del regolamento negoziale originariamente pattuito⁴⁴².

In realtà, il diritto delle società non è nuovo a norme che derogano al diritto civile⁴⁴³. Altre sono le esigenze, altri i principi che lo regolano. Nel contesto del diritto societario, la necessità di speditezza dei traffici giuridici e certezza delle regole e degli assetti che ne scaturiscono è ancora più sentita e talvolta prevale su altre istanze parimenti meritevoli di tutela⁴⁴⁴.

cui all'art. 2415, comma 3, c.c. Per aggirare tali conseguenze la soluzione interpretativa accolta è sempre quella di considerare applicabili, di volta in volta, le maggioranze più elevate richieste dalla disciplina ordinaria ovvero dalla disposizione in tema di assemblea degli obbligazionisti, al fine di garantire la più ampia protezione agli obbligazionisti dissenzienti; per tali questioni, diffusamente, cfr. L. AUTUORI, *Artt. 2415–2420 c.c.*, cit., 231 ss. Tali conclusioni appaiono ancor più condivisibili dopo le recenti modifiche all'art. 2369, comma 1, c.c., che fa ora salve le disposizioni di legge che richiedono maggioranze più elevate per l'approvazione di talune deliberazioni. Ma in tema, per soluzioni anche diverse, cfr. anche M. ONZA, *Art. 2415 c.c.*, cit., 1411; G. DATI, *Art. 2415 c.c.*, cit., 1287 ss.; R. D'AMBROSIO, *Art. 2415 c.c.*, cit., 796; E. CODAZZI, *Art. 2415 c.c.*, cit., 713 s.; A.G. PLATANIA-F. PLATANIA, *Art. 2415 c.c.*, cit., 79 s.

⁴⁴² “[C]he la società dovrebbe trattare, se non esistesse l’assemblea, con tutti gli obbligazionisti” riscontra G. VALERI, *Manuale di diritto commerciale*, cit., n. 167, 175. Nel senso del testo, cfr. V. DONATIVI, *Le obbligazioni nelle società per azioni*, cit., 370, nota 10; L. AUTUORI, *Artt. 2415–2420 c.c.*, cit., 206; R. CAVALLO BORGIA, *Art. 2415 c.c.*, cit., 154. E’ stato così rilevato che a deporre nel senso di un’interpretazione restrittiva rispetto all’individuazione delle modificazioni alle condizioni del prestito obbligazionario ammissibili a maggioranza depone la natura del regolamento di emissione dei titoli obbligazionari, trattandosi di un contratto completo, efficace, soggetto a immediata esecuzione: “[r]ispetto ad esso ogni modificazione è un’alterazione degli assetti regolamentari già definiti, eccezionale rispetto al criterio consensualistico”; cfr. N. CIOCCA, *Gli strumenti finanziari obbligazionari*, cit., 100. Nel diritto francese si rileva pure come “à défaut d’un groupement conventionnel fonctionnant au moyen d’assemblées majoritaires, la société ne peut modifier les conditions de l’émission de ses obligations qu’en obtenant l’assentiment de l’universalité des porteurs” (G. HUREAU, *Les pouvoirs des assemblées d’obligataires*, cit., 6) e che “[l]e droit conféré aux assemblées générales de délibérer à la majorité sur les questions intéressant les obligataires étant dérogatoire au droit commun” (L. ALEXANDROFF, *Traité théorique et pratique des Obligations émises par les Sociétés*, cit., n. 75, 27).

⁴⁴³ Basti pensare alle norme che regolano l’invalidità delle delibere assembleari o, per rimanere a un esempio più simile al caso che ci occupa, si pensi alle modificazioni dello statuto per le quali non è richiesta l’unanimità, essendo rimesse dall’art. 2365, comma 1, c.c. all’assemblea straordinaria, così come alla trasformazione di società di capitali, che avviene anch’essa a maggioranza ai sensi dell’art. 2500 *sexies*, c.c., salvo il consenso dei soci che assumono responsabilità illimitata.

⁴⁴⁴ Allo stesso diritto civile, come ad altri settori dell’ordinamento, del resto, non è estranea la previsione di disposizioni volte a facilitare la raccolta del consenso alle modifiche al contratto in presenza di una molteplicità di controparti, anzi, più spesso ad attribuire ad una delle parti il potere di apportare modifiche unilaterali. Si pensi alla disciplina bancaria e alle varie ipotesi di *jus variandi* che ricorrono nella disciplina settoriale (su cui cfr., per tutti, A. SCARPELLO, *La modifica unilaterale del contratto*, Padova, 2010, 245 ss.).

La scelta del criterio maggioritario e della devoluzione all'assemblea degli obbligazionisti della decisione in merito alle modificazioni delle condizioni del prestito, d'altro canto, non era l'unica astrattamente possibile⁴⁴⁵, ma sicuramente la più coerente, da un lato, con il ruolo e la posizione degli obbligazionisti, quali creditori sociali inseriti nella struttura organizzativa della società emittente, dall'altro con la scelta di disciplinare l'organizzazione di categoria alla stregua dell'applicazione di istituti e regole del diritto societario.

La concreta trasposizione della scelta di principio in norma ha imposto, tuttavia, al legislatore la necessità di mediare tra due opposte esigenze. Da un lato, l'esigenza di agevolare la conclusione di accordi con la società, che è poi una delle esigenze poste a fondamento della stessa istituzione di un'organizzazione degli obbligazionisti. Dall'altro lato, quella di garantire un'adeguata tutela agli obbligazionisti, affinché il riconoscimento del dominio della maggioranza non si prestasse ad abusi. È per questo che nel nostro ordinamento, così come in molti altri, è stabilito un contrappeso al potere dispositivo della maggioranza, ossia la previsione legislativa di una maggioranza qualificata per l'assunzione della decisione sulle modificazioni delle condizioni del prestito⁴⁴⁶.

La norma, anche alla luce della genesi e della Relazione al Codice Civile, è stata tradizionalmente intesa avuto riguardo alla possibilità per gli obbligazionisti di accettare modifiche al contratto sulla base di una proposta formulata dall'emittente⁴⁴⁷.

⁴⁴⁵ In astratto si sarebbe potuto optare per scelte diverse, come l'attribuzione alla società emittente della facoltà di garantirsi, sin dal momento dell'emissione, il potere di apportare modifiche unilaterali alle condizioni del prestito, ciò che, ad esempio, accade in caso di emissione di titoli di debito pubblico attraverso l'emanazione di provvedimenti *ad hoc*, come rileva F. GALGANO, *Diritto civile e commerciale*, cit., 439 e già ID., *La società per azioni*, cit., 201. Ma sull'effettivo ricorso al meccanismo delle modifiche unilaterali nell'attuale scenario del debito sovrano internazionale cfr. *supra*, Cap. I, par. 4.

⁴⁴⁶ Cfr. art. 2415, comma 3, c.c. Una maggioranza qualificata, ad esempio, è richiesta dal diritto spagnolo, da quello tedesco, da quello svizzero, da quello portoghese.

⁴⁴⁷ In tal senso cfr. G. FRÈ, *Art. 2415 c.c.*, cit., 610. È osservazione condivisa che, al fine di pervenire alla modificazione delle condizioni del prestito, sarà necessaria la decisione della società emittente, nella forma della deliberazione dell'organo che ha provveduto all'emissione delle obbligazioni, nonché la deliberazione dell'assemblea degli obbligazionisti (cfr. V. DONATIVI, *Le obbligazioni nelle società per azioni*, cit., 374, nota 21). Il rapporto tra le due deliberazioni, secondo l'opinione dominante, dovrebbe essere inquadrato come un procedimento complesso, nel quale la delibera dell'assemblea degli obbligazionisti sarebbe configurabile quale accettazione della proposta della società (in tal senso si vedano V. COLUSSI, voce *Obbligazioni di Società*, cit., 5; G.F. CAMPOBASSO, *L'organizzazione degli obbligazionisti*, cit., 496, nota 7; ID., *Controllo giudiziario preventivo e pubblicità delle deliberazioni dell'assemblea degli obbligazionisti*, in *Riv. soc.*, 1984, 104 s.; R. CAVALLO BORGIA, *Art. 2415 c.c.*, cit., 153 s. e già ID., *Le azioni e le obbligazioni*, cit. 196 s., 205; G. DATI, *Art. 2415 c.c.*, cit., 1283). Secondo una diversa prospettazione, la delibera dell'assemblea degli obbligazionisti rappresenterebbe una fase del procedimento di formazione della volontà sociale diretta a modificare le condizioni del prestito; C. COSTA, *Le assemblee speciali*, cit., 521 ss. Infine, secondo un'ulteriore interpretazione, le due delibere costituirebbero due atti unilaterali

Tale lettura corrisponde, innegabilmente, a quanto avviene nella generalità dei casi ed è coerente con la circostanza per cui la predisposizione delle clausole del contratto avviene normalmente ad opera della società emittente. Vi è da dire, però, che una simile prospettazione non appare l'unica legittimata dal tenore letterale della norma. Sarebbe, infatti, certamente ipotizzabile (e ammissibile) che l'iniziativa di promuovere modificazioni alle condizioni del prestito fosse assunta dagli obbligazionisti, fermo restando che la proposta, approvata dall'assemblea ai sensi dell'art. 2415, comma 1, n. 2, c.c., dovrebbe successivamente essere approvata dalla società emittente per produrre effetto⁴⁴⁸.

Venendo all'ambito di applicazione della disposizione, è di immediata evidenza come la formulazione letterale risulti piuttosto ampia, come emerge anche dal confronto del testo finale della norma trasfusa nel codice civile rispetto alle versioni circolate in sede di lavori preparatori⁴⁴⁹. Il nostro legislatore ha in effetti optato per una enunciazione generale, che non prevede, come invece accade in altri ordinamenti, elencazioni delle modifiche che è in concreto possibile apportare alle condizioni del prestito⁴⁵⁰.

Eppure il bilanciamento operato a priori dal legislatore non è sembrato sufficiente (o sufficientemente chiaro), se dottrina e giurisprudenza hanno fornito

che si condizionano a vicenda; cfr. T. ASCARELLI, *Problemi in tema di titoli obbligazionari*, cit., 303; G. PELLEGRINO, *L'organizzazione degli obbligazionisti*, cit., 129 e, in giurisprudenza, Trib. Monza, 13 giugno 1997, cit., secondo cui il collegamento procedimentale sussistente tra i due atti giuridici collettivi "non inficia una piena distinzione ed autonomia reciproca quanto ai requisiti di validità e di formazione di ciascuno di essi in sé e per sé considerato". Diversamente è stato affermato che le due delibere non potrebbero qualificarsi come proposta contrattuale e accettazione, trattandosi di due atti non recettizi, né potrebbero essere considerati come due atti unilaterali che si condizionano a vicenda: ai fini della modifica sarebbe pertanto necessaria una convenzione dei rappresentanti della società e dell'organizzazione; cfr. D. PETTITI, *I titoli obbligazionari*, 40 e ss. e 232. Secondo un'ulteriore interpretazione, infine, la delibera ex art. 2415, comma 1, n. 2, c.c. sarebbe un elemento di efficacia della delibera dell'assemblea straordinaria degli azionisti; cfr. A. PAVONE LA ROSA, *Il registro delle imprese*, Milano, 1954, 393, nota 218; V. DE CASTELLO, *Questioni in tema di prestito obbligazionario*, in *Giur. comm.*, 1988, II, 816, nota a Trib. Prato, 21 febbraio 1986 (decr.), in *Giur. comm.*, 1988, II, 809; G. MANZINI, *Le deliberazioni dell'assemblea degli obbligazionisti*, cit., 584 s. In giurisprudenza considera le due delibere un unico atto complesso Trib. Palermo, 6 febbraio 1984, in *Vita not.*, 1984, 1605. Sul rapporto tra le due deliberazioni, con riferimento alle assemblee speciali, si veda anche A. MIGNOLI, *Le assemblee speciali*, cit., 278 e ss. che qualifica la deliberazione dell'assemblea generale come atto di disposizione di un diritto altrui e l'approvazione della categoria come volta a rimuovere un ostacolo e a rendere legittimo nei suoi confronti un atto altrui di ingerenza nella sua sfera giuridica.

⁴⁴⁸ In senso analogo cfr. V. COLUSSI, voce *Obbligazioni di Società*, cit., 5.

⁴⁴⁹ Il legislatore ha infatti superato l'iniziale elencazione (dubbio essendo, peraltro, se si trattasse di elencazione esemplificativa ovvero esaustiva), optando per una formulazione priva di ulteriori specificazioni, che lascia ampio spazio all'interprete (e alla realtà) quanto all'identificazione delle possibili modificazioni. Sul punto cfr. *supra* Cap. II, par. 1.

⁴⁵⁰ Ciò che avviene, invece, in diversi sistemi giuridici, quali quelli tedesco, belga, lussemburghese, svizzero.

interpretazioni spesso contrastanti dell'art. 2415, comma 1, n. 2 c.c., volte a riempire di significato quella locuzione e, talora, ad attribuire alla stessa un significato diverso da quello letterale, attraverso l'introduzione di limiti al potere dell'assemblea.

Nei paragrafi successivi sarà esaminato il contenuto della norma, con particolare riferimento ai problemi interpretativi che essa pone.

2. *Esegesi dell'art. 2415, primo comma, n. 2, c.c. e problemi interpretativi.*

L'interpretazione dell'art. 2415, comma 1, n. 2, c.c. è sempre stata piuttosto controversa, dando luogo a diverse tesi, accomunate dall'intento di limitare la portata applicativa della norma.

In primo luogo il riferimento alle deliberazioni che importano “modificazioni delle condizioni del prestito” contenuto nella norma è stato interpretato restrittivamente quanto all'ambito di applicazione, ritenendosi che vi rientrerebbero solo le modifiche dirette alle condizioni del prestito obbligazionario e non già quelle che, solo indirettamente, potrebbero incidervi⁴⁵¹.

In secondo luogo sono state elaborate diverse definizioni della nozione di modificazioni delle condizioni del prestito. Taluno ha ritenuto che l'espressione dovesse essere intesa avuto riguardo alle sue “modalità”, negando, di conseguenza, che l'assemblea potesse autorizzare la liberazione della società da una parte del suo debito, riducendo l'ammontare del rimborso, ovvero rinunciare alla facoltà di conversione in azioni⁴⁵². Secondo un'ulteriore prospettazione la formula “modificazioni delle condizioni del prestito” avrebbe dovuto essere interpretata in senso restrittivo, ossia come “condizioni relative all'estinzione del debito”⁴⁵³. Altri hanno invece sostenuto che “condizioni del prestito” fossero le clausole contrattuali regolatrici dello stesso⁴⁵⁴. In una prospettiva più ampia, è stato ritenuto che per condizioni del prestito devono intendersi tutti gli elementi del prestito che attengono ai rapporti in corso di svolgimento tra il gruppo degli obbligazionisti e la società⁴⁵⁵. Tali interpretazioni, tuttavia, e specialmente quelle restrittive, non paiono trovare riscontro

⁴⁵¹ Cfr., in tal senso, G.F. CAMPOBASSO, *L'organizzazione degli obbligazionisti*, cit., 498, che esclude vi rientrino operazioni societarie destinate a influire indirettamente sul prestito obbligazionario, come una nuova emissione assistita da garanzie reali sui beni della società, che ridurrebbe la garanzia patrimoniale generica su cui possono fare affidamento anche gli obbligazionisti, quali creditori sociali.

⁴⁵² In tal senso cfr. F. FERRARA JR., *Gli imprenditori e le società*⁶, (rist. aggiornata da F. CORSI), cit., 556.

⁴⁵³ Cfr. D. PETTITI, *I titoli obbligazionari*, cit., 230.

⁴⁵⁴ Cfr. G.F. CAMPOBASSO, *L'organizzazione degli obbligazionisti*, cit., 497.

⁴⁵⁵ Cfr. G. SCORZA, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, cit., 45 s.

nella Relazione al codice civile, laddove la locuzione è riferita alla possibilità per la maggioranza di approvare “mutamenti sostanziali dell’originario rapporto”⁴⁵⁶.

Nel tentativo di individuare il contenuto della norma, poi, la dottrina ha cercato di formulare delle esemplificazioni delle possibili deliberazioni che l’assemblea potrebbe validamente adottare. Vi è generale consenso su talune decisioni che sicuramente rientrano nella competenza assembleare di cui all’art. 2415, comma 1, n. 2 c.c. A tal fine un significativo indice è rappresentato dalla Relazione al codice civile ove, in coerenza con le precedenti formulazioni della norma, si fornisce un elenco esemplificativo delle modificazioni alle condizioni del prestito obbligazionario che sarebbe possibile adottare, individuandole in quelle relative alla misura degli interessi, al rimborso anticipato delle obbligazioni e alle garanzie concesse in sede di emissione⁴⁵⁷. Si riconosce così, concordemente, che la maggioranza degli obbligazionisti potrebbe validamente vincolare la minoranza in relazione a modifiche quali una riduzione del tasso di interessi, l’anticipo o la proroga della scadenza, la rinuncia a parte della garanzia⁴⁵⁸.

Ma, al di là di tali punti fermi, le posizioni appaiono divise. La compromissione, seppur parziale, dell’autonomia individuale e la soggezione alla volontà della maggioranza dei singoli obbligazionisti desta preoccupazione nella dottrina⁴⁵⁹, indotta così a elaborare interpretazioni limitative dell’ambito di applicazione della norma⁴⁶⁰. In particolare, l’individuazione del criterio da utilizzare al fine di delimitare la portata dell’art. 2415, comma 1, n. 2 c.c., ha dato luogo a tre diversi orientamenti⁴⁶¹, che saranno esaminati nei successivi paragrafi.

⁴⁵⁶ Relazione al Codice Civile, n. 987. Sul punto cfr. G. SCORZA, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, cit., 38 ss.

⁴⁵⁷ Relazione al Codice Civile, n. 987. Sulla necessità che il rimborso anticipato delle obbligazioni sia autorizzato dall’assemblea degli obbligazionisti, cfr. Trib. Udine, 31 ottobre 1992, in *Società*, 1993, 795 ss.; Trib. Prato, 21 febbraio 1986 (decr.), cit.

⁴⁵⁸ Cfr. F. FERRARA JR., *Gli imprenditori e le società*⁶, (rist. aggiornata da F. CORSI), cit., 556; D. PETTITI, *I titoli obbligazionari*, cit., 228; G.F. CAMPOBASSO, *L’organizzazione degli obbligazionisti*, cit., 497, che ammette anche una temporanea sospensione del pagamento degli interessi.

⁴⁵⁹ Preoccupazione non celata da F. FERRARA JR., *Gli imprenditori e le società*⁶, (rist. aggiornata da F. CORSI), cit., 555; A. DE GREGORIO, *Corso di diritto commerciale*⁴, cit., 329, richiamato da A. GRAZIANI, *Diritto delle società*⁵, cit., 425. Sottolinea il pericolo “di attribuire al gruppo poteri troppo estesi, col risultato di privare l’obbligazionista dei suoi diritti per opera di una maggioranza che può essere asservita alla società” D. PETTITI, *I titoli obbligazionari*, cit., 225 s. Più di recente A.G. PLATANIA-F. PLATANIA, *Art. 2415 c.c.*, cit., 74 paventano il rischio di conflitti di interessi della maggioranza degli obbligazionisti, che potrebbero coincidere con gli azionisti.

⁴⁶⁰ Secondo una linea di tendenza riscontrabile anche in altri ordinamenti. Si veda, ad esempio, nel diritto francese L. ALEXANDROFF, *Traité théorique et pratique des Obligations émises par les Sociétés*, cit., 110 bis, n. 75, 23 ss.

⁴⁶¹ All’interno dei quali sono comunque ravvisabili innumerevoli sfumature. Per un quadro cfr. S. GALLI, *Osservazioni in tema di modificazioni del prestito obbligazionario*, cit. 513 ss.

2.1. (segue): La teoria del limite delle condizioni accessorie

Nella dottrina più risalente appare più evidente il tentativo di limitare, in concreto, la possibilità per la maggioranza qualificata degli obbligazionisti di vincolare la minoranza sulle modifiche delle condizioni del prestito obbligazionario. Si riteneva, infatti, che la maggioranza qualificata richiesta ai fini dell'assunzione della deliberazione di modifica e il divieto di partecipazione alla votazione per le obbligazioni possedute dalla società emittente non escludessero il pericolo che fossero deliberate modificazioni delle condizioni del prestito contrarie agli interessi degli obbligazionisti, in ragione dell'influenza che la società emittente avrebbe potuto esercitare comunque sui votanti⁴⁶². Da taluni, anzi, è stato osservato che proprio la previsione di una maggioranza particolarmente qualificata giustificasse e presupponesse un'interpretazione restrittiva della norma⁴⁶³.

A tal fine, è invalsa l'interpretazione fondata sulla distinzione tra modalità accessorie e modalità essenziali del prestito obbligazionario, affermandosi che solo “[l]a modificazione delle condizioni del prestito, condizioni e non essenza, è in potere della maggioranza”⁴⁶⁴.

In particolare, è stato sostenuto che l'art. 2415, comma 1., n. 2 c.c., menzionando le condizioni del prestito, si riferisse alle sue “modalità”. Alla stregua di tale interpretazione, dovrebbe considerarsi ammissibile una riduzione del tasso di interessi o l'anticipo o proroga della scadenza o la rinuncia ad una parte della garanzia, mentre non sarebbe possibile liberare la società da una parte del suo debito, disponendo la restituzione di un ammontare inferiore al valore nominale, né rinunciare alla facoltà di conversione in azioni⁴⁶⁵.

L'orientamento restrittivo ha poi assunto diverse sfumature, alcune delle quali tese ad ampliare i confini dell'ambito di operatività dell'assemblea degli obbligazionisti con riferimento alle modifiche del prestito, altre volte a delimitarli ulteriormente.

⁴⁶² Cfr. A. DE GREGORIO, *Corso di diritto commerciale*⁴, cit., 329, richiamato da A. GRAZIANI, *Diritto delle società*⁵, cit., 424 s.

⁴⁶³ Cfr. R. CLARIZIA, *Assemblea degli obbligazionisti e rappresentante comune*, cit., 320.

⁴⁶⁴ Così L. MOSSA, *Obbligazioni e obbligazionisti nella società per azioni*, cit., 81.

⁴⁶⁵ In tal senso la prospettazione di F. FERRARA JR., *Gli imprenditori e le società*⁶, (rist. aggiornata da F. CORSI), cit., 555 s., che sembra condivisa da A. GRAZIANI, *Diritto delle società*⁵, cit., 425 e da T. ASCARELLI, *Problemi in tema di titoli obbligazionari*, cit., 302 e s. nota 15 (secondo cui gli Autori citati “giustamente interpretano « modalità »”). In senso analogo cfr. G. COTTINO, *Diritto commerciale*, I, Padova, 1976, 714; R. CLARIZIA, *Assemblea degli obbligazionisti e rappresentante comune*, cit., 320, V. COLUSSI, voce *Obbligazioni di Società*, cit., 5; G. DE FERRA, *Le garanzie a favore degli obbligazionisti*, in *Riv. dir. comm.*, 1959, I, 39, il quale peraltro ritiene che la possibilità di deliberare sulla riduzione del tasso di interesse, che inciderebbe sul diritto sostanziale del singolo obbligazionista e non solo sulle modalità di esecuzione ovvero su elementi accidentali del contratto, lascia perplessi (*ivi*, nota 89).

Si è così sostenuto che il limite al potere dell'assemblea degli obbligazionisti dovrebbe essere individuato nella somma dovuta dalla società emittente, con ciò intendendosi che non si potrebbe approvare la restituzione di un ammontare inferiore a quello versato alla società al momento della sottoscrizione delle obbligazioni, mentre l'assemblea degli obbligazionisti potrebbe validamente deliberare ogni altra attenuazione degli obblighi della società emittente che abbiano carattere accessorio rispetto al rimborso della somma ricevuta⁴⁶⁶. Il limite così individuato è stato da altri ritenuto insufficiente, potendo essere la situazione dell'obbligazionista enormemente peggiorata, pur mantenendosi intatto detto ammontare⁴⁶⁷.

A tali letture se ne affianca un'altra, estremamente restrittiva, proposta da chi, pur non distinguendo tra modalità essenziali e accessorie, di fatto giunge a conclusioni analoghe, reputando ammissibili, ai fini della legittimità della delibera assembleare, solo limitate modifiche, quali una riduzione del saggio di interesse, un mutamento non troppo notevole del piano di ammortamento e, al più, una temporanea sospensione della corresponsione dei frutti⁴⁶⁸.

2.2. (segue): *La tesi del limite dell'interesse comune.*

L'impostazione tradizionale, basata sulla distinzione tra modalità accessorie e modalità essenziali del prestito, si è rivelata di ardua concretizzazione, oltre che eccessivamente restrittiva rispetto al tenore letterale della norma⁴⁶⁹, ed è stata

⁴⁶⁶ Cfr. G. FRÈ, *Art. 2415 c.c.*, cit., 611.

⁴⁶⁷ Cfr. A. DE GREGORIO, *Corso di diritto commerciale*⁴, cit., 329, nota 2.

⁴⁶⁸ Secondo la prospettazione dell'Autore, tali limiti, insiti nel concetto di modificazione, troverebbero conferma nella esemplificazione contenuta nella Relazione al Codice Civile, n. 987, laddove fa riferimento all'irreparabile pregiudizio potenzialmente derivante da "[u]n piano di ammortamento congegnato inizialmente in base a prospettive troppo ottimistiche, un saggio di interesse troppo elevato, una garanzia reale che impedisse la conveniente alienazione di un immobile"; A. FORMIGGINI, *Diritti individuali degli azionisti privilegiati e degli obbligazionisti*, cit., 127.

⁴⁶⁹ Per le puntuali critiche mosse al primo orientamento cfr. R. SACCHI, *Gli obbligazionisti nel concordato della società*, cit., 45 ss., il quale, *in primis*, evidenzia che l'interpretazione restrittiva condurrebbe a un sostanziale svuotamento dei poteri dell'organizzazione degli obbligazionisti, *in secundis*, che non è individuabile un criterio discretivo fra condizioni essenziali e condizioni non essenziali, *in tertiis*, che la distinzione non è contenuta nel testo dell'art. 2415, comma 1, n. 2 c.c., *in quartis*, che dai lavori preparatori del codice civile non emergono argomenti decisivi circa l'interpretazione della disposizione, fatto salvo il rilievo per cui nel testo definitivo della norma risulta omissivo il riferimento alle specifiche modificazioni contenuto nelle precedenti versioni. In senso analogo, si vedano le obiezioni avanzate da G. SCORZA, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, cit., 38, secondo cui la lettura che limita l'ambito di applicazione dell'art. 2425, comma 1, n. 2 c.c. agli elementi non essenziali si pone in contrasto con l'evoluzione storica della norma, con l'intenzione del legislatore del 1942 e con il sistema, volto ad attribuire all'organizzazione degli obbligazionisti la funzione di rendere il prestito obbligazionario, in tutti i suoi elementi, sensibile alle vicende della società emittente.

successivamente abbandonata a favore dell'introduzione di altri parametri volti a delimitare la potestà dell'assemblea degli obbligazionisti.

In una prima fase dell'evoluzione dell'attività interpretativa, un criterio limitativo è stato individuato nell'interesse comune degli obbligazionisti⁴⁷⁰.

Si è così affermato che le modificazioni alle condizioni del prestito obbligazionario possono concernere sia le modalità accessorie che quelle essenziali, come la misura degli interessi, la data del rimborso, l'integrità del rimborso, le garanzie, le caratteristiche delle obbligazioni, purché si rendano necessarie nell'interesse comune. La modificazione deve fondarsi su una ragione oggettiva e non arbitraria, ma, laddove le circostanze lo richiedano, non si pongono limiti al potere dell'assemblea degli obbligazionisti⁴⁷¹.

Gli obbligazionisti risultano, infatti, tutelati dalla maggioranza qualificata richiesta per l'adozione della deliberazione, nonché dall'esclusione del diritto di voto della società per le obbligazioni da essa possedute⁴⁷².

Possono, pertanto, ritenersi modificabili tutti quegli elementi richiesti dall'evolversi del fenomeno obbligazionario e, con particolare riferimento alle obbligazioni convertibili, anche il contenuto, nonché i modi e i tempi dell'esercizio del diritto di opzione⁴⁷³.

Chi ha successivamente aderito alla tesi, ha sottolineato come non sia possibile negare che i poteri della maggioranza siano illimitati, fatto salvo il conflitto di interessi e ferma restando l'inefficacia della delibera che esuli dalla competenza assembleare⁴⁷⁴. Tali poteri, tuttavia, non potrebbero comunque estendersi alla soppressione del diritto al rimborso, materia estranea agli oggetti di interesse comune⁴⁷⁵.

In termini ancor più ampi è stato sostenuto che condizioni del prestito sono tutti gli elementi del prestito relativi ai rapporti in corso di svolgimento tra il gruppo degli obbligazionisti e la società, dovendosi escludere dalla competenza assembleare solo le

⁴⁷⁰ In giurisprudenza, ravvisa il limite di competenza dell'assemblea nell'interesse collettivo App. Milano, 17 novembre 1998, cit.

⁴⁷¹ Cfr. G. FERRI, *Le società*², cit., 508 s.; R. CAVALLO BORGIA, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, Milano, 1978, 191; V. SALAFIA, *Considerazioni sugli effetti della mancanza*, cit., 199; più di recente, cfr. G.L. BRANCADORO, *Art. 2415 c.c.*, cit., 950 s. Sembrano propendere per tale impostazione anche S. PESCATORE, *Il rappresentante comune degli obbligazionisti*, cit., 128 ss.; R. SACCHI, *Gli obbligazionisti nel concordato della società*, cit., 45 s.

⁴⁷² Cfr. G. FERRI, *Le società*², cit., 509. Considera "sufficiente garanzia contro arbitrarie o pretestuose modificazioni" la maggioranza elevata contemplata dall'art. 2415, comma 3, c.c. anche R. CAVALLO BORGIA, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, cit., 192.

⁴⁷³ Cfr. R. CAVALLO BORGIA, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, cit., 192. Sull'ammissibilità della soppressione del diritto di conversione si veda *infra* par. 2.3, testo e nota 490.

⁴⁷⁴ Cfr. D. PETTITI, *I titoli obbligazionari*, cit., 228 ss.

⁴⁷⁵ Cfr. D. PETTITI, *I titoli obbligazionari*, cit., 228, nota 6 e 231, richiamato da F. GALGANO, *Diritto civile e commerciale*, cit., 438, nota 3 e già ID., *La società per azioni*, cit., 200, nota 2.

posizioni individuali sorte dal prestito obbligazionario e già acquisite al patrimonio, nonché alla disponibilità individuale del singolo obbligazionista⁴⁷⁶.

Più di recente, vi è chi ha aderito all'interpretazione che riconosce all'assemblea degli obbligazionisti un potere tendenzialmente generale evocando l'interesse comune, che tuttavia, secondo l'impostazione richiamata, non costituirebbe un limite alla competenza assembleare, bensì un vincolo di conformità della decisione all'interesse degli obbligazionisti⁴⁷⁷.

2.3. (segue): *L'orientamento del limite alle modificazioni incidenti sulla causa del rapporto obbligatorio.*

Anche l'orientamento più recente si contrappone all'interpretazione restrittiva fondata sulla dicotomia modalità essenziali/modalità accessorie del prestito obbligazionario e propone una lettura più ampia delle possibilità di intervento dell'assemblea degli obbligazionisti sulle modificazioni delle condizioni del prestito, pur fissando dei limiti.

Una prima categoria di limiti, di ordine generale, risiede nel rispetto del principio della parità di trattamento fra obbligazionisti e nella ricorrenza dell'interesse comune⁴⁷⁸.

Muovendo dall'interpretazione del dato letterale dell'art. 2415, comma 1, n. 2 c.c., inoltre, si rileva che le variazioni deliberate dall'assemblea degli obbligazionisti non potrebbero risolversi nella modifica delle condizioni strutturali del rapporto⁴⁷⁹, che è nozione diversa da quella di modifica delle condizioni del prestito. Un ulteriore limite al potere dispositivo della maggioranza è pertanto identificato avuto riguardo ai

⁴⁷⁶ Cfr. G. SCORZA, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, cit., 45 s., in senso analogo cfr. V. SALAFIA, *Considerazioni sugli effetti della mancanza*, cit., 199. E, sotto analogo profilo, si veda anche A. MIGNOLI, *Le assemblee speciali*, cit., 232 e s., testo e nota 57 (ove ampi riferimenti di diritto comparato) il quale si domanda “quali sono i limiti dei poteri della maggioranza, fin dove essa può disporre dei diritti dell'obbligazionista, dove cessano i diritti della massa e incominciano quelli del singolo partecipante? Ma anche qui inesattamente si potrà porre la questione – esiste un limite al pregiudizio? – essendo il solo pregiudizio possibile (copribile cioè con l'approvazione dell'assemblea degli obbligazionisti) quello che incide sui diritti, non individuali, ma collettivi della associazione degli obbligazionisti: e riducendosi quindi l'indagine alla ricerca di tali diritti”.

⁴⁷⁷ Cfr. N. DE LUCA-A. STAGNO D'ALCONTRES, *Obbligazioni di società*, cit., 835 s.

⁴⁷⁸ Cfr. G.F. CAMPOBASSO, *L'organizzazione degli obbligazionisti*, cit., 497. E si veda D. PETTITI, *I titoli obbligazionari*, cit., 227; G.L. BRANCADORO, *Art. 2415 c.c.*, cit., 950. Sulla parità di trattamento quale criterio discretivo che giustifichi la scelta della maggioranza fra posizioni alternative cfr. S. GALLI, *Osservazioni in tema di modificazioni del prestito obbligazionario*, cit., 517 s. Sull'interesse comune come limite all'attività dell'assemblea degli obbligazionisti si veda *supra*, Cap. II, par. 4.

⁴⁷⁹ In tal senso cfr. Trib. Monza, 13 giugno 1997, cit., 175 ss.

caratteri tipici del prestito obbligazionario, ossia un mutuo fruttifero suddiviso in titoli di credito di massa⁴⁸⁰.

Ne consegue che dovrebbero considerarsi in ogni caso precluse all'assemblea degli obbligazionisti deliberazioni relative (i) al versamento, da parte degli obbligazionisti, di ulteriori somme alla società; (ii) alla soppressione, sia essa parziale o totale, diretta o indiretta, del diritto a ottenere il rimborso del capitale alla scadenza⁴⁸¹; (iii) alla trasformazione definitiva in prestito infruttifero⁴⁸²; (iv) alla conversione coattiva delle obbligazioni in azioni⁴⁸³; (v) alla circolazione del credito in forma cartolare; (vi) alla conversione delle obbligazioni in titoli di credito non di massa⁴⁸⁴.

L'assemblea deve arrestarsi di fronte a modificazioni idonee a svuotare il prestito del suo contenuto patrimoniale oppure a snaturare i caratteri e le finalità dell'operazione, come concretamente attuata e contraddistinta da determinate condizioni⁴⁸⁵.

⁴⁸⁰ Cfr. G.F. CAMPOBASSO, *L'organizzazione degli obbligazionisti*, cit., 497 e, più di recente ID., *Diritto commerciale 2. Diritto delle società*⁹, cit., 534; P. CASELLA, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, Milano, 1983, 73; A.G. PLATANIA-F. PLATANIA, *Art. 2415 c.c.*, cit., 75; G. GIANNELLI, in AA. VV., *Diritto delle società*⁵, cit., 168; M. SARALE-R. RIVARO, *Le obbligazioni*, cit., 555, nota 221; V. DONATIVI, *Le obbligazioni nelle società per azioni*, cit., 376; L. AUTUORI, *Artt. 2415-2420 c.c.*, cit., 216. In senso analogo, cfr. G. PELLEGRINO, *L'organizzazione degli obbligazionisti*, cit., 119. Con specifico riferimento al prestito obbligazionario convertibile G. DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, Milano, 1993, 154.

⁴⁸¹ In senso analogo, cfr. anche G. PELLEGRINO, *L'organizzazione degli obbligazionisti*, cit., 121; E. MANGONE, *Riflessioni sulle modificazioni delle condizioni del prestito obbligazionario da parte dell'assemblea degli obbligazionisti*, in *NDS*, 2011, 109 s.; G. GIANNELLI, in AA. VV., *Diritto delle società*⁵, cit., § 69, 168; ASSOCIAZIONE DISIANO PREITE, *Il diritto delle società*⁴, cit., 130; L. AUTUORI, *Artt. 2415-2420 c.c.*, cit., 216. Né sarebbe possibile introdurre una clausola di subordinazione del diritto alla restituzione del capitale, pur ammessa in fase di emissione del prestito ai sensi dell'art. 2411, comma 1, c.c. secondo A.G. PLATANIA-F. PLATANIA, *Art. 2415 c.c.*, cit., 75.

⁴⁸² Cfr. L. AUTUORI, *Artt. 2415-2420 c.c.*, cit., 216. E si veda Trib. Milano, 18 settembre 1989, cit., secondo cui la rinuncia agli interessi del mutuo comporta una sostanziale modifica del rapporto, rendendolo un contratto a titolo gratuito ed, anzi, un mutuo oneroso per via della svalutazione monetaria. Ma si veda l'opinione di A.G. PLATANIA-F. PLATANIA, *Art. 2415 c.c.*, cit., 76, secondo cui non determinerebbe modificazione della causa negoziale, essendo dunque ammissibile, l'esclusione della corresponsione di un saggio di interesse laddove prima della soppressione la corresponsione di interessi vi sia stata. In termini ancor più radicali, ritiene la soppressione degli interessi compatibile con la fattispecie obbligazione, in quanto elemento naturale e non essenziale del rapporto di mutuo, precisando tuttavia che sarà necessario a tal fine il consenso unanime degli obbligazionisti G. PELLEGRINO, *L'organizzazione degli obbligazionisti*, cit., 124.

⁴⁸³ Cfr. D. PETTITI, *I titoli obbligazionari*, cit., 227; G. GIANNELLI, in AA. VV., *Diritto delle società*⁵, cit., § 69, 168; ASSOCIAZIONE DISIANO PREITE, *Il diritto delle società*⁴, cit., 130.

⁴⁸⁴ Per tutte le ipotesi elencate nel testo, cfr. G.F. CAMPOBASSO, *L'organizzazione degli obbligazionisti*, cit., 497.

⁴⁸⁵ In tal senso, cfr. G. COTTINO, *Diritto societario*², cit., 489, il quale, riconoscendo la difficoltà di operare una distinzione tra modifiche essenziali e accessorie, rettifica l'opinione espressa in precedenza (cfr. G. COTTINO, *Diritto commerciale*, cit., 714). Secondo l'Autore, dovrà pertanto

Si escludono, inoltre, modifiche relative al regime organizzativo del gruppo⁴⁸⁶, quali eventuali limitazioni al diritto di intervento in assemblea, al diritto di voto ovvero al diritto di impugnativa⁴⁸⁷.

E' discusso se si possa, invece, deliberare l'integrale soppressione di premi e garanzie, ipotesi che sarebbe da escludere laddove il limite delle condizioni strutturali del prestito dovesse essere considerato facendo riferimento a una data emissione e non alla generica condizione di obbligazionista⁴⁸⁸. Sarebbe, altresì inammissibile una rinuncia parziale ovvero totale alle garanzie costituite ai sensi dell'art. 2412, comma 3, c.c.⁴⁸⁹.

Il criterio del limite costituito dalle modificazioni incidenti sulle caratteristiche strutturali del prestito obbligazionario dovrebbe guidare l'interprete anche ai fini dell'individuazione delle modifiche che è possibile apportare in ipotesi di obbligazioni con particolari caratteristiche. Ad esempio, quanto alle obbligazioni convertibili in azioni, l'elemento caratterizzante, da individuarsi nel diritto alla conversione, potrebbe subire modifiche quali la fissazione di un diverso rapporto di cambio o la modifica dei termini e delle modalità di conversione, ma non potrebbe essere eliminato⁴⁹⁰.

escludersi la riduzione dell'ammontare da restituire o la cancellazione degli interessi, ma anche la soppressione dell'indicizzazione all'inflazione degli interessi prevista al momento dell'emissione.

⁴⁸⁶ Cfr. D. PETTITI, *I titoli obbligazionari*, cit., 231.

⁴⁸⁷ Cfr. G. PELLEGRINO, *L'organizzazione degli obbligazionisti*, cit., 125 s.

⁴⁸⁸ Dubbi in merito sono espressi da G.F. CAMPOBASSO, *L'organizzazione degli obbligazionisti*, cit., 498. In senso favorevole, purché si tratti di modificazioni necessarie nell'interesse comune, si veda G. FERRI, *Le società*², cit., 509. e D. PETTITI, *I titoli obbligazionari*, cit., 228 s. *Contra* P. CASELLA, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, cit., 74. Secondo G. DE FERRA, *Le garanzie a favore degli obbligazionisti*, cit. 44, la maggioranza potrebbe rinunciare alla garanzia, vincolando anche i dissenzienti, nel limite dell'eccedenza tra garanzie costituite ed obbligazioni non ancora rimborsate. Rileva che l'interpretazione più lata che può attribuirsi alla formula "condizioni del prestito" potrebbe comprendere anche la riduzione o l'esclusione del premio riconosciuto ai sottoscrittori facendo loro versare un ammontare inferiore al valore nominale delle obbligazioni G. FRÈ, *Art. 2415 c.c.*, cit., 611. Sarebbe possibile modificare, ma non sopprimere le garanzie secondo V. COLUSSI, voce *Obbligazioni di Società*, cit., 5. Sarebbe possibile surrogare le garanzie secondo F. GALGANO, *Diritto civile e commerciale*, cit., 438 e già ID., *La società per azioni*, cit., 200. In argomento si veda anche S. PESCATORE, *Il rappresentante comune degli obbligazionisti*, cit., 130 e s.

⁴⁸⁹ Cfr. G. PELLEGRINO, *L'organizzazione degli obbligazionisti*, cit., 126; G.F. CAMPOBASSO, *L'organizzazione degli obbligazionisti*, cit., 498, nota 18. A mente della norma, che gli Autori citati considerano inderogabile anche in presenza del consenso di tutti gli obbligazionisti, non rientra nei limiti per l'emissione di obbligazioni il valore di quelle garantite da ipoteca di primo grado su immobili di proprietà della società, sino a due terzi del valore degli immobili medesimi.

⁴⁹⁰ G.F. CAMPOBASSO, *L'organizzazione degli obbligazionisti*, cit., 498; R. CAVALLO BORGIA, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, cit., 192 s.; P. CASELLA, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, cit., 74; G. DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, cit., 154. Ad analoga conclusione perviene D. PETTITI, *I titoli obbligazionari*, cit., 231. Ritiene che non vi sia alcuna possibilità di soppressione del rapporto di conversione o di conversione forzata V. BUONOCORE, *Le obbligazioni convertibili in azioni nella legge di riforma*, in *Giur. comm.*, 1974, I, 730. Ove la società non potesse adempiere alle obbligazioni originariamente convenute, sarebbe invece possibile anche deliberare la

3. Criticità delle tesi esaminate. Una proposta di interpretazione.

I vari orientamenti esaminati, volti, alla stregua di diversi criteri, a delimitare l'ambito di applicazione dell'art. 2415, comma 1, n. 2 c.c. e, di conseguenza, la competenza dell'assemblea degli obbligazionisti a deliberare sulle modificazioni delle condizioni del prestito obbligazionario si sono rivelati, almeno parzialmente, inadeguati a cogliere la complessità di un fenomeno difficilmente inquadrabile a priori. Appare, in effetti, arduo riuscire a determinare l'ammissibilità delle peculiari modifiche che possono rendersi necessarie in concreto, trattandosi di un dato strettamente correlato alla situazione della società emittente, alle ragioni che inducono al cambiamento, alle condizioni specificamente previste in relazione a un determinato prestito obbligazionario.

Le diverse teorie elaborate nel tempo, tendenti comunque a ridurre la portata applicativa della norma, non convincono per diversi ordini di motivi.

Quanto al primo orientamento, frutto di un eccessivo timore nel riconoscimento del potere di modifica della maggioranza, è sufficiente rilevare che nell'interpretazione della legge occorre attenersi anzitutto al dato letterale⁴⁹¹. E proprio la lettera dell'art. 2415, comma 1, n. 2 c.c. non consente di introdurre distinzioni tra modalità accessorie e modalità essenziali del prestito obbligazionario, riferendosi genericamente alle "modificazioni delle condizioni del prestito".

Il secondo orientamento è il più permissivo fra tutti, poiché apparentemente consente ogni modifica che si rendesse necessaria, fatta salva la ricorrenza dell'interesse comune, mentre il terzo, pur ponendo ugualmente il limite dell'interesse comune accanto a quello relativo alla parità di trattamento, introduce anche ulteriori vincoli legati alle caratteristiche strutturali del prestito obbligazionario e alle caratteristiche tipologiche relative a una determinata emissione. Neppure tali teorie, nondimeno, appaiono del tutto persuasive.

Ancora una volta sembrerebbe preferibile attenersi al dato testuale della legge, che rimette all'assemblea degli obbligazionisti la facoltà di deliberare sulle "modificazioni delle condizioni del prestito", e, coerentemente con la *ratio* della norma, non introdurre preventivamente indebite limitazioni alle eventuali modifiche che è possibile adottare.

Muovendo dal richiamato limite dell'interesse comune, nulla induce a ritenere che occorra uno sforzo interpretativo teso a imporre ulteriori restrizioni oltre a quelle fissate dal legislatore in termini di maggioranza qualificata richiesta, essendo implicito

soppressione del diritto alla conversione delle obbligazioni in azioni secondo S. PESCATORE, *Il rappresentante comune degli obbligazionisti*, cit., 131 s.

⁴⁹¹ Art. 12 preleggi.

che il voto dell'assemblea costituisce espressione dell'interesse comune del gruppo degli obbligazionisti.

Il riferimento al limite dato dall'interesse comune, se inteso come volto a precludere modifiche che possano intaccare posizioni individuali già maturate, nulla aggiunge, perché in questi termini esso rappresenta sempre un limite alla competenza e all'attività dell'assemblea⁴⁹². Il criterio dell'interesse comune letto in contrapposizione all'interesse individuale appare dunque di scarsa utilità a fini interpretativi.

Se si guarda all'interesse comune come sintesi degli interessi individuali, invece, deve riconoscersi che è proprio l'assemblea a definire in concreto cosa corrisponda all'interesse comune degli obbligazionisti in un determinato momento dell'arco temporale in cui si colloca il prestito. L'interesse comune, in effetti, difficilmente potrebbe essere individuato in questo contesto a priori, ma deve essere definito di volta in volta dall'organo deputato ad attribuire un contenuto alla nozione, ossia l'assemblea degli obbligazionisti. In altri termini, l'alternativa circa la corrispondenza o meno all'interesse comune di una determinata modifica non può essere sciolta in termini astratti, ma impone l'individuazione di quello che è l'interesse comune della categoria degli obbligazionisti secondo una valutazione rimessa alla maggioranza di essi⁴⁹³.

Quanto al limite della parità di trattamento tra obbligazionisti, anche in questo caso si tratta di un principio che informa, più in generale, l'attività dell'assemblea e la disciplina relativa alla categoria degli obbligazionisti nel suo complesso⁴⁹⁴.

Si ritiene dunque che debba essere lasciata la più ampia libertà alle parti di modificare le condizioni del prestito obbligazionario, purché ovviamente di modifiche si tratti e, dunque, mantenendo le caratteristiche peculiari della fattispecie "prestito obbligazionario".

In tale prospettiva, non appare condivisibile che l'individuazione del limite alle modifiche che sarebbe consentito apportare avvenga in base ai caratteri propri del mutuo ovvero della forma di prestito obbligazionario concordata inizialmente tra le

⁴⁹² Sebbene, secondo l'interpretazione accolta nel corso del lavoro, nulla vieti che gli obbligazionisti accettino di rimettere anche la tutela di diritti individuali già maturati alla maggioranza.

⁴⁹³ A titolo esemplificativo, anche la mera posticipazione del pagamento degli interessi, unanimemente riconosciuta quale modifica rientrante nella categoria di cui all'art. 2415, comma 1, n. 2 c.c., potrebbe dirsi, in astratto, contraria all'interesse comune degli obbligazionisti inteso in senso statico, che certamente richiederebbe il puntuale adempimento degli obblighi assunti dalla società emittente alle scadenze prefissate. E tuttavia, posta nel contesto di un'operazione più ampia e nel complesso foriera di vantaggi per gli obbligazionisti rispetto all'alternativa della mancata approvazione della modifica, una simile decisione potrebbe considerarsi, da parte della maggioranza degli obbligazionisti, rispondente all'interesse comune.

⁴⁹⁴ Se la disciplina delle modifiche al prestito obbligazionario risponde all'esigenza di vincolare la totalità degli obbligazionisti alla decisione assunta dalla maggioranza è, del resto, improbabile che si verifichi una violazione della parità di trattamento fra obbligazionisti.

parti. Anzitutto la fattispecie del prestito obbligazionario, pur essendo riconducibile al contratto di mutuo, presenta dei caratteri autonomi, peculiari, e sufficientemente definiti dalla legge che devono essere valorizzati, tra cui l'istituzione *ex lege* di un'organizzazione di gruppo dei creditori che opera secondo il metodo collegiale e il principio di maggioranza e la stretta connessione della stessa con il debitore. Inoltre, occorre tenere in considerazione l'esistenza di varie tipologie di prestito obbligazionario individuate dalla legge, tutte compatibili con la fattispecie e che avrebbero potuto essere scelte a monte dalle parti⁴⁹⁵.

Si potrebbe assumere, dunque, che nell'individuazione di un ipotetico limite alla modifica delle condizioni del prestito, basato sulle caratteristiche strutturali del medesimo, non si dovrebbe fare riferimento alle caratteristiche intrinseche del contratto di mutuo, bensì, più propriamente, a quelle della fattispecie "prestito obbligazionario" e al complesso della relativa disciplina. In tale prospettiva, la modifica delle condizioni del prestito potrebbe spaziare tra tutte le declinazioni tipologiche ammesse dalla legge, che avrebbero potuto essere previste *ab origine* quali caratteristiche del prestito. In altri termini, non si vede perché tra le modifiche delle condizioni del prestito obbligazionario non si possa ritenere compreso il passaggio da un prestito obbligazionario non convertibile a uno convertibile⁴⁹⁶ o viceversa, oppure, in ogni caso, la variazione della tipologia di prestito obbligazionario prescelta inizialmente dalle parti.

Occorre domandarsi se sia possibile spingersi anche oltre tale interpretazione, per sostenere l'ammissibilità di quelle modifiche che la dottrina più risolutamente ha inteso negare, sul presupposto che si porrebbero in contrasto con la natura di mutuo del prestito obbligazionario⁴⁹⁷. In effetti, laddove si valuti la dizione "modificazioni delle condizioni del prestito" nel suo significato letterale, non si può fare a meno di rilevare come taluni di quei diritti che la dottrina ha ritenuto intangibili in realtà attengono senz'altro a condizioni del prestito⁴⁹⁸.

⁴⁹⁵ Su cui cfr., *ex multis*, A. GIANNELLI, *Art. 2411 c.c.*, cit., 27 ss.; M. SARALE-R. RIVARO, *Le obbligazioni*, cit., 500 ss.; L. PISANI, *Le obbligazioni*, ne *Il nuovo diritto delle società, Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, 1, Torino, 2006, 807 ss.

⁴⁹⁶ Dal momento che la fattispecie del "prestito obbligazionario" annovera anche il tipo delle obbligazioni convertibili, si potrebbe modificare un regolare prestito obbligazionario non convertibile nel senso di introdurre la convertibilità, fatto salvo il rispetto di tutti i requisiti da parte della società emittente imposti dalla legge per questa tipologia di prestito e fermo restando che altro è la conversione immediata delle obbligazioni in azioni.

⁴⁹⁷ Si tratta, in particolare, della rinuncia agli interessi e la soppressione, totale o parziale, del diritto al rimborso, su cui cfr. *supra*, note 481 e 482.

⁴⁹⁸ A stretto rigore, infatti, il diritto al pagamento degli interessi ovvero al rimborso a una certa data altro non sono che alcune tra le condizioni del prestito obbligazionario espressamente disciplinate dal regolamento di emissione.

Il termine “modificazioni” dovrebbe essere inteso come comprensivo di emendamenti di qualunque tipo, dal momento che il legislatore non ne specifica la natura, la portata, l’entità. La dizione “condizioni” dovrebbe essere riferita al contenuto del regolamento di emissione, dovendosi escludere restrizioni alle possibili modifiche fondate su una selezione tra le diverse clausole. Dalla disamina dell’evoluzione del testo legislativo, che ha condotto alla versione finale della disposizione, inoltre, sembra emergere come il legislatore abbia preso atto che non sarebbe stato opportuno, né possibile predeterminare a priori una casistica delle modificazioni ammissibili, verosimilmente anche perché la previsione delle condizioni del prestito è rimessa alla libera determinazione delle parti, nel rispetto delle norme inderogabili. Il legislatore ha dunque optato per la formula generica di cui all’art. 2415, comma 1, n. 2 c.c., che include tutte le condizioni del prestito e tutte le possibili modifiche.

Rimane fermo, tuttavia, che di “prestito” – e, più specificamente, di prestito obbligazionario – debba trattarsi anche all’esito delle modificazioni, realizzandosi altrimenti la modifica del contratto in sé e non la mera modifica delle condizioni dello stesso.

Eventuali limitazioni alla potestà della maggioranza potrebbero essere introdotte solo nell’esercizio dell’autonomia privata, laddove nel contratto stesso si stabilisse l’immutabilità da parte dell’assemblea degli obbligazionisti di talune clausole del prestito.

In tale scenario, il timore di eventuali abusi a danno della minoranza è superato dall’applicazione di principi e rimedi di diritto comune, quali l’abuso della maggioranza e la disciplina del conflitto di interessi.

Alla luce della chiave di lettura proposta, occorre ora esaminare se possano considerarsi rientranti nell’ambito di applicazione dell’art. 2415, comma 1, n. 2 c.c. le ipotesi più radicali esaminate dalla dottrina e dalla giurisprudenza, ossia quelle di rinuncia agli interessi e della soppressione del diritto al rimborso.

Indubbiamente, sia la previsione degli interessi che quella relativa al rimborso rientrano tra le “condizioni” del prestito obbligazionario contemplate nel regolamento di emissione e, in quanto tali, risultano astrattamente suscettibili di modifica⁴⁹⁹. Ne discende che, con riferimento a entrambe le ipotesi, possa senz’altro ammettersi una dilazione, anche notevole, nel pagamento, così come non sembra porre particolari problemi interpretativi la riduzione della misura degli interessi⁵⁰⁰. Quanto all’integrale soppressione, tuttavia, si ritiene che ai due casi debba darsi soluzione diversa.

⁴⁹⁹ Si vedano gli esempi di regolamento di emissione richiamati nel Cap. II, par. 13.1.

⁵⁰⁰ Come confermato dall’art. 2411 c.c. A favore della riduzione, anche definitiva, degli interessi cfr. in giurisprudenza, App. Milano, 17 novembre 1998, cit.; Cass., 4 marzo 1985, n. 1814, in *Giust. civ. Mass.*, 1985, fasc. 3, che, a fini fiscali, esclude la produzione di reddito di capitale “se,

Per quanto concerne la rinunzia agli interessi, si reputa che debba considerarsi ammissibile e rientrante nella nozione di “modificazioni delle condizioni del prestito”, di cui non intacca la natura⁵⁰¹. In effetti, la circostanza che l’art. 2411, comma 2, c.c. contempra una variazione nell’entità del pagamento degli interessi appare confermare implicitamente che sia compatibile con la fattispecie “prestito obbligazionario” l’ipotesi in cui, in presenza di determinate circostanze, una corresponsione degli interessi effettivamente non vi sia⁵⁰². Vi è da dire, poi, che la prassi conosce particolari tipologie di obbligazioni, le obbligazioni a cedola zero, per le quali una corresponsione periodica di interessi è esclusa sin dall’inizio, essendo l’interesse incorporato nel capitale da restituire al momento del rimborso⁵⁰³. Sotto il profilo esegetico, inoltre, la rinunzia agli interessi non sembrerebbe esclusa dall’esemplificazione fornita dalla Relazione al Codice civile, ove, con riferimento alle modificazioni delle condizioni del prestito, si richiama la “facoltà di approvare mutamenti sostanziali dell’originario rapporto, quali possono essere quelli che attengono alla misura degli interessi”, senza individuare limiti espressi all’entità della modifica⁵⁰⁴. Un ulteriore indice a favore della possibilità di rinunciare agli interessi emerge, inoltre, dal moderno diritto tedesco che, come si vedrà, contempla espressamente la soppressione degli interessi tra le possibili modifiche alle condizioni del prestito obbligazionario⁵⁰⁵.

Appare arduo, di contro, ammettere che tra le modificazioni delle condizioni del prestito di cui all’art. 2415, comma 1, n. 2 possa farsi rientrare la soppressione del diritto al rimborso. Eliminando integralmente il rimborso, infatti, verrebbe meno lo stesso “prestito” –concetto che in sé implica la restituzione – e, dunque, uno degli

prima dell’indicata scadenza, l’assemblea degli obbligazionisti abbia rinunciato alla onerosità del prestito obbligazionario (come consentito a norma dell’art. 2415 n. 2 c.c.)”.

⁵⁰¹ A tale soluzione perviene pure chi, assimilando il prestito obbligazionario al mutuo, sottolinea come quest’ultimo sia solo naturalmente – e non essenzialmente – oneroso (cfr. art. 1815 c.c.), pur concludendo, tuttavia, che la rinunzia agli interessi dovrebbe essere approvata con il consenso unanime degli obbligazionisti; cfr. G. PELLEGRINO, *L’organizzazione degli obbligazionisti*, cit., 123 s.

⁵⁰² Cfr., sul punto, le articolate argomentazioni di V. DONATIVI, *Le obbligazioni nelle società per azioni*, cit., 203 ss., il quale, pur negando che la norma richiamata attribuisca la possibilità di escludere a priori la corresponsione degli interessi (*ivi*, 208, nota 35), riconosce che la stessa non impone la garanzia di una remunerazione minima non aleatoria (c.d. *floor*), ma che deve reputarsi integrata la fattispecie obbligazionaria laddove il diritto agli interessi sia configurato “*in modo che i tempi di pagamento e/o la misura siano ancorati a indici o parametri oggettivi, interni o esterni alla società emittente, con o anche senza determinazione di un floor*” (*ivi*, 210). Nello stesso senso cfr. A. GIANNELLI, *Art. 2411 c.c.*, cit., 52.

⁵⁰³ Su cui cfr. V. DONATIVI, *Le obbligazioni nelle società per azioni*, cit., 209 s.; M. SARALE-R. RIVARO, *Le obbligazioni*, cit., 508.

⁵⁰⁴ Relazione al Codice Civile, n. 987.

⁵⁰⁵ “Die Gläubiger können durch Mehrheitsbeschluss insbesondere folgenden Maßnahmen zustimmen: 1. der Veränderung der Fälligkeit, der Verringerung oder dem Ausschluss der Zinsen [...]” cfr. Sec. 5 (3) SchVg.

elementi costitutivi della fattispecie contemplata dalla norma. La deliberazione assembleare potrebbe, peraltro, autorizzare la modifica, anche radicale, delle condizioni relative al rimborso, purché si rimanga nell'area del prestito. Sarebbe, così, possibile alterare le condizioni di un ordinario prestito obbligazionario relative al rimborso in modo tale da rendere i titoli emessi obbligazioni subordinate⁵⁰⁶ ovvero, eliminandone la scadenza, irredimibili⁵⁰⁷.

Non può escludersi, del resto, che nell'ambito di una ristrutturazione del prestito obbligazionario la soppressione del diritto al rimborso, che pure esula dall'ambito di operatività dell'art. 2415, comma 1, n. 2 c.c., possa ritenersi vantaggiosa per gli obbligazionisti⁵⁰⁸. Anche tale decisione, pertanto, potrà essere rimessa alla volontà della maggioranza espressa dall'assemblea degli obbligazionisti, in questo caso, però, attraverso una clausola originariamente contemplata tra le condizioni del prestito obbligazionario.

Sembrirebbe potersi ammettere, invece, che, almeno sino a un certo limite, l'entità del rimborso possa essere ridotta al di sotto del valore nominale, così come

⁵⁰⁶ Le obbligazioni subordinate (o postergate) sono quelle che subordinano il diritto al rimborso del capitale (ovvero agli interessi) alla soddisfazione dei diritti di altri creditori della società (cfr. art. 2414, comma 1, n. 4 c.c.); cfr. V. DONATIVI, *Le obbligazioni nelle società per azioni*, cit., 201 testo e nota 22, ove ulteriori richiami. *Contra* A.G. PLATANIA-F. PLATANIA, *Art. 2415 c.c.*, cit., 75.

⁵⁰⁷ Si tratta di obbligazioni (ovvero di strumenti para-obbligazionari) prive di una scadenza contrattualmente espressa, il cui termine di rimborso finale coincide con la durata statutaria della società emittente ovvero, se antecedente, con l'inizio della liquidazione della società; cfr. A. GIANNELLI, *Le obbligazioni ibride tra obbligo di rimborso e partecipazione sociale*, Milano, 2013, 115. Sulle obbligazioni irredimibili, tra i contributi più recenti, cfr. R. CAVALLO BORGIA, *Art. 2415 c.c.*, cit., 153 (la quale, peraltro, rileva “[s]e è possibile che gli obbligazionisti in sede di rimborso siano subordinati agli altri creditori o che siano previsti titoli i quali possono essere rimborsati a lunghissima scadenza o solo al termine della vita sociale, non si vede come tali aspetti o modalità possano essere esclusi dalla competenza dell'assemblea di categoria”); V. DONATIVI, *Le obbligazioni nelle società per azioni*, cit., 201 e s., nota 22; M. SARALE-R. RIVARO, *Le obbligazioni*, cit., 502 ss.; N. CIOCCA, *Gli strumenti finanziari obbligazionari*, cit., 293 ss. e, in particolare, 318, ove, esaminando la mancata previsione di una data di scadenza degli strumenti in esame nel regolamento di emissione, conclude che “laddove non emerga dal regolamento la volontà di destinare definitivamente alla società le risorse alla stessa attribuite, la scadenza indeterminata non ne cancella la natura obbligazionaria, rinviandosi il loro rimborso in sede di liquidazione”.

⁵⁰⁸ Si tratterebbe, in sostanza, di trasformare le obbligazioni in strumenti finanziari con apporto a fondo perduto (su cui cfr. N. CIOCCA, *Gli strumenti finanziari obbligazionari*, cit., 297). È, del resto, verosimile che la proposta di sopprimere il diritto al rimborso sia avanzata nel contesto di una ristrutturazione del debito più complessa, ove sia previsto, ad esempio, lo “scambio” delle obbligazioni esistenti con altri strumenti finanziari emessi dalla società emittente ovvero da altra società, la partecipazione ai risultati di un progetto futuro della società emittente, la corresponsione di interessi maggiorati per un determinato periodo. Appare infatti logico, prima che ammissibile, che la proposta di una soppressione del diritto al rimborso sia accompagnata da un'adeguata contropartita a favore degli obbligazionisti, non essendo chiaro altrimenti perché essi dovrebbero rinunciare integralmente al proprio credito a fronte di prospettive, pur minime, di recuperarne eventualmente una parte in sede concorsuale.

esplicitamente previsto dall'ordinamento tedesco⁵⁰⁹. Potrebbe, infatti, certamente ipotizzarsi un interesse degli obbligazionisti alla rinuncia a percepire l'intero valore nominale del prestito a fronte della prospettiva di ottenere, in sede fallimentare, un importo ancor più ridotto. Oppure la riduzione del valore nominale potrebbe essere compensata dal rimborso immediato del prestito. Tale prospettazione presta il fianco alle obiezioni di coloro i quali ritengono il rimborso del valore nominale carattere imprescindibile del prestito obbligazionario⁵¹⁰; obiezioni, nondimeno, superabili laddove si ritenga che una riduzione del valore nominale, che tuttavia sostanzialmente non annulli il rimborso del capitale, non appare ontologicamente estranea alla dizione "modificazioni delle condizioni del prestito", né appare idonea a snaturare il prestito stesso, permanendo, seppure in misura ridotta, l'obbligo di rimborso.

4. *La decisione sulla conversione del debito in equity: qualificazione e disciplina.*

La conversione di un prestito obbligazionario (non convertibile) in *equity* rappresenta senz'altro una delle più significative alterazioni rispetto all'assetto negoziale definito dalle parti in fase di emissione e sottoscrizione delle obbligazioni, paragonabile, quanto a entità degli effetti, solo alla soppressione del rimborso.

Nel passaggio dallo *status* di obbligazionista a quello di azionista, in effetti, la posizione individuale cambia radicalmente e, con essa, i diritti e gli oneri dei soggetti coinvolti.

Tradizionalmente, la dottrina ha inquadrato il tema nell'ambito delle modificazioni delle condizioni del prestito obbligazionario e in quella sede ha affrontato l'argomento della legittimità dell'assunzione di una simile deliberazione da parte dell'assemblea degli obbligazionisti. Sul punto, indipendentemente dall'orientamento di appartenenza, appare un dato condiviso, per chi abbia preso espressamente posizione sull'argomento, quello di negare che l'assemblea degli obbligazionisti possa deliberare a maggioranza, *ex art. 2415, comma 1, n. 2 c.c.*, sulla conversione coattiva delle obbligazioni in azioni⁵¹¹.

⁵⁰⁹ "[D]er Verringerung der Hauptforderung"; cfr. Sec. 5 (3) n. 3 SchVg.

⁵¹⁰ In tal senso, per tutti, cfr. G. PELLEGRINO, *L'organizzazione degli obbligazionisti*, cit., 122, ove ulteriori riferimenti. Posizioni più aperte sono manifestate da G. FERRI, *Le società*², cit., 508 s., il quale annovera espressamente tra le modifiche ammissibili "l'integrità del rimborso", nonché P. CASELLA, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, cit., 73 s., il quale ammette che "si possa convenire a maggioranza anche di accettare un rimborso percentuale, purché esso sia riferito all'importo originario e sia assicurato a tutte le obbligazioni in uguale misura".

⁵¹¹ In tal senso si esprimono, ad esempio, D. PETTITI, *I titoli obbligazionari*, cit., 227; G.F. CAMPOBASSO, *L'organizzazione degli obbligazionisti*, cit., 497; G. GIANNELLI, in AA. VV., *Diritto delle società*⁵, cit., § 69, 168; ASSOCIAZIONE DISIANO PREITE, *Il diritto delle società*⁴, cit., 130; L. AUTUORI, *Artt. 2415-2420 c.c.*, cit., 217.

Il richiamato inquadramento, deve riconoscersi, è del resto coerente con la tendenza legislativa di moltissimi ordinamenti stranieri, ove la conversione del debito in azioni è espressamente annoverata tra le modificazioni che sarebbe possibile (ovvero non sarebbe possibile) sottoporre al voto degli obbligazionisti⁵¹².

A parere di chi scrive, la possibilità garantita all'assemblea degli obbligazionisti di decidere sulla modifica delle condizioni del prestito obbligazionario deve essere interpretata nella pienezza della sua effettiva portata, ossia estesamente, come atto a ricomprendere anche modifiche a condizioni fondamentali e strutturali del prestito stesso. Eppure, si reputa necessario esplorare altre vie per ammettere che sulla conversione del debito in *equity* la maggioranza degli obbligazionisti possa vincolare la minoranza, vagliandosi la legittimità di un'eventuale previsione contrattuale che rimetta *ab origine* all'assemblea degli obbligazionisti la relativa decisione.

Ma se la disposizione di cui all'art. 2415, comma 1, n. 2, c.c. deve essere interpretata estensivamente, per quale motivo la possibilità per l'assemblea degli obbligazionisti di deliberare validamente sulla conversione del debito in *equity* non può ritenersi, *sic et simpliciter*, ricompresa nell'ambito di applicazione della norma?

Il problema è che, nonostante una lettura in chiave estremamente ampia del dettato normativo, non sembra che la conversione del debito in *equity* possa, in ogni caso, farne parte ed essere, per ciò solo, considerata ammissibile. E a tale conclusione si perviene non già alla luce di asseriti limiti impliciti di cui occorrerebbe tener conto nell'interpretazione della norma, come teorizzato in dottrina, bensì in virtù del fatto che la conversione del debito in *equity* non rientra, anche solo sulla base della lettera della disposizione, nella nozione di “modificazioni delle condizioni del prestito”⁵¹³.

⁵¹² Nel senso dell'ammissibilità si veda, nell'ordinamento tedesco, la Sec 5(3) SchVg.

⁵¹³ È pur vero che, nel corso del presente lavoro, è stata proposta un'interpretazione secondo cui, ai sensi dell'art. 2415, comma 1, n. 2, c.c., dovrebbe ritenersi ammissibile ogni modifica compatibile con le condizioni di prestito obbligazionario che, in astratto, sarebbe stato nella disponibilità delle parti di convenire in fase di emissione. Si potrebbe pertanto obiettare che, in conformità a tale lettura, la conversione di obbligazioni in azioni potrebbe reputarsi ricompresa nell'ambito di applicazione della norma, poiché la fattispecie “prestito obbligazionario” comprende astrattamente anche quello convertibile *ex art. 2420 bis c.c.* e ben avrebbero potuto le parti pattuire, in origine, la sottoscrizione di un prestito obbligazionario convertibile o convertendo. Sul punto occorre introdurre qualche precisazione, tenendo presente una fondamentale distinzione: altro è la trasformazione del prestito obbligazionario in essere in prestito convertibile (o convertendo), altro è la conversione delle obbligazioni in azioni.

Nel primo caso, infatti il rapporto di prestito obbligazionario non si interrompe, ma al contrario prosegue – assistito, peraltro, dalle cautele e dai limiti di cui all'art. 2420 *bis c.c.* – fino alla decisione di conversione, che rappresenta in ogni caso una facoltà (rimessa all'obbligazionista in caso di prestito convertibile, alla società emittente in caso di prestito convertendo). Questa ipotesi può ritenersi rientrante tra le possibili modificazioni delle condizioni del prestito di cui all'art. 2415, comma 1, n. 2 e non sembra creare particolari rischi per l'obbligazionista, cui anzi è attribuita una facoltà che prima non aveva (e, in dottrina, si esprime a favore della riconduzione del patto di convertibilità alle “condizioni del prestito” in senso tecnico G. SCORZA, *Le obbligazioni convertibili in*

A ben vedere si tratta, infatti, di una profonda alterazione del rapporto tra società emittente ed obbligazionisti, ad esito della quale il prestito obbligazionario – e la stessa organizzazione degli obbligazionisti che, mediante la deliberazione assembleare, in ipotesi, ha autorizzato la conversione – non possono più dirsi esistenti. Ciò che muta, in altre parole, non sono le condizioni del prestito obbligazionario, ma la causa del rapporto negoziale, volgendosi da una causa di mutuo, caratterizzante il prestito obbligazionario che si estingue, ad una causa “associativa”, propria del contratto di società⁵¹⁴.

La qualificazione giuridica della fattispecie è destinata ad assumere diverse connotazioni, a seconda della circostanza che le azioni con cui le obbligazioni saranno convertite siano già state emesse e siano nella disponibilità della società (si tratti, cioè, di azioni proprie), ovvero che, a tal fine, si debba ricorrere a un aumento di capitale.

Nella prima ipotesi, sembrerebbe potersi ravvisare un negozio atipico complesso, ove al trasferimento delle azioni dalla società emittente agli obbligazionisti (e, reciprocamente, delle obbligazioni dagli obbligazionisti alla società) farebbe seguito l'estinzione delle obbligazioni attraverso l'annullamento da parte della società⁵¹⁵. In alternativa, qualora la società avesse interesse a mantenere le

azioni, cit., 88. *Contra*, in giurisprudenza, cfr. Trib. Saluzzo, 24 febbraio 2001 (ord.) e Trib. Saluzzo 10 aprile 2001 (ord. coll.), in *Giur. comm.*, 2001, II 623 ss., che negano la legittimità della modifica delle condizioni del prestito obbligazionario consistente nella trasformazione delle obbligazioni comuni in obbligazioni convertibili “sia perché implica non una semplice modifica delle modalità del prestito (tasso di interesse, termine di restituzione, tasso di conversione), ma comporta una trasformazione sostanziale del rapporto sottostante da rapporto di mutuo a rapporto associativo, sia perché necessariamente determina una lesione del diritto di opzione dei soci”).

Nel secondo caso, invece, non si tratta di mantenere in vita il rapporto di prestito obbligazionario introducendo la possibilità di conversione, bensì di disporre l'immediata conversione di tutte le obbligazioni appartenenti a una data emissione in azioni, modificando il titolo dell'originario apporto degli obbligazionisti e lo *status* dei medesimi (da creditori sociali ad azionisti) e non le mere condizioni del prestito.

⁵¹⁴ Il contratto di società potrebbe essere inteso alla stregua di un contratto di ingresso in una società già costituita qualora gli obbligazionisti non fossero precedentemente anche soci, ovvero come modifica del contratto sociale esistente qualora gli obbligazionisti fossero già soci e, mediante la conversione, incrementassero la propria partecipazione, come rileva G. SCORZA, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, cit., 59, nota 4. L'adesione di nuovi soggetti al contratto di società, sebbene successiva alla costituzione della stessa, si configura come un contratto di partecipazione sociale intercorrente tra nuovi soci e vecchi soci, la cui volontà è espressa dall'organo deliberativo della società (cfr. A. DE MARTINI, *Profilo giuridico delle obbligazioni convertibili in azioni*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 1957, I, 535).

⁵¹⁵ Sull'estinzione delle obbligazioni cfr. D. PETTITI, *I titoli obbligazionari*, cit., 297 ss. E sull'acquisto di obbligazioni proprie cfr. P. PISCITELLO, *L'acquisto di obbligazioni convertibili proprie*, in *Riv. soc.*, 1992, 212, il quale rileva come l'acquisto da parte della società di propri titoli obbligazionari sul mercato non determini l'estinzione dei medesimi per confusione in virtù dell'incorporazione in un titolo di credito e L. BENVENUTO, *Azioni, obbligazioni e strumenti finanziari*, Torino, 2011, 220.

obbligazioni proprie acquisite a seguito del trasferimento⁵¹⁶, ad esempio, al fine di reimmetterle successivamente sul mercato⁵¹⁷, potrebbe ritenersi configurabile una permuta⁵¹⁸.

Nella seconda ipotesi, di contro, sarebbe necessario effettuare un aumento di capitale riservato ai titolari di obbligazioni appartenenti a una determinata emissione per la sottoscrizione di azioni di nuova emissione. La vicenda di conversione, in questo caso, implicherebbe l'operatività del meccanismo della compensazione. Nello specifico, dall'instaurarsi del rapporto di partecipazione sociale deriverebbe un debito di denaro per il conferimento, cui sarebbe opposto in compensazione il credito di denaro derivante dal prestito obbligazionario⁵¹⁹, a meno che, come pure è stato prospettato, all'atto di disposizione dell'obbligazionista non si riconosca natura di rinuncia al credito *ex mutuo* obbligazionario effettuata a titolo di conferimento⁵²⁰.

L'operazione, indipendentemente dalla decisione della società di mantenere o meno le obbligazioni proprie, potrebbe inoltre astrattamente qualificarsi come offerta pubblica di scambio volontaria su obbligazioni proprie con corrispettivo rappresentato da azioni proprie, ma risulterebbe in regime di esenzione dall'applicazione delle disposizioni di legge e regolamentari in materia di offerte pubbliche di acquisto e di scambio, essendo promossa dall'emittente⁵²¹.

⁵¹⁶ Il codice civile non detta disposizioni espresse sulla rilevazione in bilancio delle obbligazioni proprie. Specifiche indicazioni sono, tuttavia, contenute nei principi contabili, ove si prevedono le modalità di contabilizzazione delle obbligazioni proprie e dei relativi interessi attivi a seconda che siano destinate a finalità di negoziazione o di temporaneo investimento ovvero all'annullamento; cfr. ORGANISMO ITALIANO DI CONTABILITÀ, *OIC 20 (Titoli di debito)*, par. 26 e 27, Giugno 2014.

⁵¹⁷ In questo caso il rapporto giuridico posto in essere con l'emissione non potrebbe considerarsi estinto, bensì quiescente; cfr. D. PETTITI, *I titoli obbligazionari*, cit., 298.

⁵¹⁸ Cfr. in tal senso, N. DE LUCA-A. STAGNO D'ALCONTRES, *Obbligazioni di società*, cit., 825, con riferimento a quelle che gli Autori definiscono obbligazioni "sostituibili" (ossia, essenzialmente, obbligazioni convertibili in azioni già emesse), i quali sottolineano, però, che si tratterebbe di una permuta non di beni, ma di posizioni negoziali. Cfr., altresì, M. BUSSOLETTI, *La posizione del portatore di obbligazioni convertibili nell'ordinamento italiano*, in *Riv. dir. comm.*, 1980, I, 19; G. DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, cit., 266, nota 20.

⁵¹⁹ Cfr. R. CAVALLO BORGIA, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, cit., 267 ss., V. COLUSSI, voce *Obbligazioni di Società*, cit., 7; G. COTTINO, *Diritto commerciale*, cit., 716 s.; P. CASELLA, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, cit., 74. Contra Cass., 10 dicembre 1992, n. 13095, in *Giur. comm.*, II, 1994, 202 ss., secondo cui la conversione "non ha nulla a che vedere con la compensazione, il cui presupposto si attua con la coesistenza di reciproci rapporti di debito e di credito. L'obbligazionista ha nei confronti della società un credito, e non pure un debito, e con la conversione muta il suo "stato" di terzo creditore in quello di "socio"". Sulla possibilità di ricorrere alla compensazione di un credito vantato dal sottoscrittore verso la società per assolvere all'obbligo di conferimento, ampiamente dibattuta in passato, cfr. CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, *Massima n. 125, Aumento di capitale e compensazione di crediti (artt. 2342, 2343, 2343-ter e 2465 c.c.)*, 2013.

⁵²⁰ Cfr. G. SCORZA, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, cit., 81 ss.

⁵²¹ Secondo quanto previsto all'articolo 35 *bis*, comma 4 del Regolamento Consob n. 11971 del 14 maggio 1999, in conformità a quanto disposto dall'art. 101 *bis*, comma 3 *bis* TUF. Ciò non

Le considerazioni sopra esposte sono chiaramente riferite a una generica ipotesi di conversione di obbligazioni (non convertibili) esistenti in azioni, in assenza di una specifica clausola contrattuale che prevedesse sin dall'origine tale eventualità⁵²².

L'inquadramento giuridico dell'operazione, tuttavia, dovrebbe essere rivalutato qualora si volesse considerare l'ipotesi in cui nel contratto di prestito obbligazionario, per chi lo ritenesse ammissibile, fosse stata originariamente attribuita all'assemblea degli obbligazionisti la facoltà di deliberare – e di vincolare la minoranza degli obbligazionisti dissenzienti o assenti alla decisione – sulla conversione del prestito obbligazionario in *equity*⁵²³.

Con riferimento a tale ipotesi appaiono, infatti, più evidenti le analogie sussistenti rispetto a un prestito obbligazionario convertibile (*rectius*, convertendo), per la presenza *ab initio* di un patto di conversione. Nel caso che ci occupa, tuttavia, l'attivazione della clausola di conversione sarebbe sottoposta a una condizione sospensiva complessa, che si sostanzierebbe non solo nella formulazione di una proposta di conversione da parte della società emittente al ricorrere di determinati presupposti, ma anche nell'accettazione degli obbligazionisti, manifestata attraverso una deliberazione assembleare vincolante anche per la minoranza dissenziente. A differenza di un normale prestito obbligazionario convertibile, inoltre, la previsione contrattuale non darebbe luogo alla mera facoltà degli obbligazionisti di convertire i titoli posseduti in azioni, bensì a un obbligo, in caso di deliberazione favorevole dell'assemblea degli obbligazionisti. Ai fini dell'inquadramento dell'operazione appare comunque utile avvalersi anche delle ricostruzioni elaborate dalla dottrina in tema di natura del prestito obbligazionario convertibile, per molti versi assimilabile all'operazione *de qua*.

Le molteplici teorie relative alla natura giuridica dell'emissione di obbligazioni convertibili in azioni sono riconducibili a due filoni: il primo esamina la struttura complessiva dell'operazione in una prospettiva negoziale unitaria; il secondo tende a

escluderebbe, del resto, la possibile predisposizione di un documento informativo su base volontaria, come avvenuto in un recente caso di *buyback* su obbligazioni proprie (cfr. il comunicato stampa di Mediobanca disponibile al seguente indirizzo https://www.mediobanca.com/it/stampa-comunicazione/news/buybackparzialeobbligazionisubordinate_Nov2016.html).

⁵²² Si immagini, ad esempio, che la proposta di conversione delle obbligazioni in azioni, formulata dalla società emittente in un momento di difficoltà finanziaria, sia stata accettata dall'unico obbligazionista o, in ogni caso, dall'unanimità degli obbligazionisti oppure che alla conversione si proceda solo nei riguardi di quegli obbligazionisti che abbiano espresso il loro consenso individuale all'operazione.

⁵²³ Un accenno alla possibilità di emettere obbligazioni convertibili in azioni, attribuendo alla società emittente il diritto di conversione, anche al fine di prevenire o affrontare una crisi è contenuto in U. TOMBARI, *Principi e problemi di "diritto societario della crisi"*, in *Riv. soc.*, 2013, 1144, nota 25, che richiama in proposito l'esperienza tedesca (su cui cfr. G. BALP, *Sul progetto di riforma della legge azionaria tedesca (Aktienrechtsnovelle 2012)*, in *Riv. soc.*, 2012, 571 s.).

scindere la fattispecie in due negozi, il prestito obbligazionario e il patto di conversione.

Muovendo dalla prospettiva più risalente, quella dell'unicità del negozio, nel prestito obbligazionario che contemplasse tra le sue condizioni la possibilità di procedere alla conversione delle azioni, subordinatamente all'accettazione della proposta da parte dell'assemblea degli obbligazionisti, potrebbe ravvisarsi un negozio con obbligazione alternativa, quella tipica del prestito obbligazionario e quella del rilascio di azioni in sostituzione dell'importo delle obbligazioni. Il più evidente limite di tale ricostruzione, tuttavia, risiede nell'art. 1286, comma 2, c.c. a mente del quale la scelta diviene irrevocabile con l'esecuzione della prestazione. Di matrice tedesca è, inoltre, la nozione di obbligazione con facoltà alternativa, secondo cui la prestazione dedotta nel rapporto sarebbe solo quella relativa al prestito obbligazionario, ma a una delle parti sarebbe data la facoltà di chiedere una prestazione diversa, che tuttavia si espone agli stessi limiti⁵²⁴. Neppure risulta accolta la tesi del rapporto *sui generis*, su cui insisterebbe un secondo rapporto di partecipazione o di mutuo.

La vicenda della conversione sembrerebbe potersi configurare, altresì, come una *datio in solutum* ex art. 1197 c.c., con cui la società estinguerebbe le proprie obbligazioni derivanti dal prestito obbligazionario a seguito dell'esecuzione di una prestazione diversa da quella originaria. Ciò che caratterizza la *datio in solutum*, tuttavia, è la natura di contratto estintivo di un rapporto obbligatorio che si perfeziona e opera nella fase di esecuzione del rapporto, mentre l'accordo tra società emittente e obbligazionisti, pur sospensivamente condizionato, in questo caso sussisterebbe sin dalla costituzione del rapporto di prestito obbligazionario. Nella dazione in pagamento, inoltre, si realizza l'immediata estinzione delle reciproche posizioni, dovendosi escludere la trasformazione del rapporto originario ovvero la costituzione di un nuovo rapporto, laddove la conversione delle obbligazioni in azioni, di contro, implica la costituzione di un rapporto di partecipazione sociale⁵²⁵.

⁵²⁴ L'obbligazione alternativa ha un oggetto indeterminato e prevede che una fra più determinate prestazioni sarà dovuta, in caso di alternativa a favore del debitore, oppure potrà essere richiesta, in caso di alternativa a favore del creditore. L'individuazione della prestazione avviene in un momento successivo, tramite l'esercizio della facoltà di scelta o a seguito della sopravvenuta impossibilità di una delle due. Di contro, l'obbligazione con facoltà alternativa ha un oggetto già determinato, ossia la prestazione principale, ma il debitore potrà liberarsi anche mediante il compimento di una prestazione diversa da quella dedotta in obbligazione, in caso di facoltà alternativa a favore del debitore, oppure il creditore ha la possibilità di domandare l'adempimento di una prestazione diversa da quella che è oggetto dell'obbligazione, in caso di facoltà alternativa a favore del creditore. Sulla distinzione tra obbligazione alternativa e obbligazione con facoltà alternativa cfr. A. ZACCARIA, *La prestazione in luogo dell'adempimento fra novazione e negozio modificativo del rapporto*, Milano 1987, 110 s.

⁵²⁵ Per una ricostruzione delle tesi esposte e per le relative obiezioni cfr. G. SCORZA, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, cit., 59 ss.; R. CAVALLO BORGIA, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, cit., 46 ss.; G. DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, cit., 266 ss. Sull'esatta

Più attuali sono le teorie che postulano la duplicità dei negozi, ravvisando accanto al contratto di prestito obbligazionario la sussistenza di un autonomo, ma collegato, contratto preliminare o preparatorio di partecipazione sociale⁵²⁶.

La natura di quest'ultimo varia a seconda che le azioni con le quali si procederà alla conversione delle obbligazioni siano già state emesse o meno. Nel primo caso, essendo già stato deliberato l'aumento di capitale sociale, il patto di conversione dovrebbe qualificarsi come opzione *ex art. 1331 c.c.*, sottoposta alla condizione sospensiva complessa di cui sopra. In questo caso, infatti, sussiste un'offerta irrevocabile della partecipazione sociale e il contratto definitivo potrà perfezionarsi prescindendo da un'ulteriore manifestazione di volontà da parte della società⁵²⁷. Nel secondo caso, che tuttavia sarebbe verosimilmente più frequente nell'ipotesi esaminata, si tratterebbe invece di un *pactum de contrahendo* a contenuto obbligatorio, che istituirebbe l'obbligo della società di pervenire al contratto definitivo di partecipazione sociale attraverso una nuova dichiarazione di volontà⁵²⁸.

Definita in questi termini la natura del patto di conversione, rimane da esaminare il momento della conversione. Si potrebbe, allora, ipotizzare che l'insorgere del rapporto di partecipazione sociale determini l'estinzione per novazione

delimitazione dei confini della *datio in solutum*, cfr. A. DI MAJO, *Art. 1197, Dell'adempimento in generale, Art. 1177-1120*, in *Commentario del Codice civile Scialoja-Branca*, a cura di F. Galgano, Bologna-Roma, 1994, 349, ove sottolinea che la *datio in solutum* implica l'esecuzione di una prestazione con effetti immediati e non l'assunzione di un obbligo. Laddove il debitore intendesse, seppure *causa solvendi*, assumere un obbligo *ex novo*, si realizzerebbe una *causa novandi*. In senso analogo cfr. G. GIORGI, *Teoria delle obbligazioni nel diritto moderno italiano*, VII, *Estinzione delle obbligazioni*, Firenze, 1900, 361; A. ZACCARIA, *La prestazione in luogo dell'adempimento fra novazione e negozio modificativo del rapporto*, cit., 168. Per una sintesi delle diverse teorie sulla distinzione tra *datio in solutum* e novazione cfr. P. LAMBRINI, *La novazione, Lineamenti romanistici e dottrine attuali*, Padova, 2006, 199 s.

⁵²⁶ Cfr. A. DE MARTINI, *Profilo giuridico delle obbligazioni convertibili in azioni*, cit., 536; G. SCORZA, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, cit., 77; R. CAVALLO BORGIA, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, cit., 235; G.F. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, in *Trattato delle società per azioni*, cit., 444; A. PELLICANÒ, *Artt. 2417-2420 bis c.c.*, in G. FRÈ, *Società per azioni*⁵, cit., 627; F. GALGANO, *Diritto civile e commerciale*, cit., 441; N. DE LUCA-A. STAGNO D'ALCONTRES, *Obbligazioni di società*, cit., 823. In senso analogo, G. FRÈ, *Art. 2410-2420 c.c.*, cit., 593.

⁵²⁷ Cfr. A. DE MARTINI, *Profilo giuridico delle obbligazioni convertibili in azioni*, cit., 536 ss. Si noti che l'interpretazione che riconosce natura di opzione al patto di conversione all'opzione è attualmente maggioritaria in dottrina con riferimento all'ordinario prestito obbligazionario convertibile, alla luce del tenore letterale dell'art. 2420 *bis* c.c.; cfr., in tal senso, V. COLUSSI, voce *Obbligazioni di Società*, cit., 7; M. BUSSOLETTI, *La posizione del portatore di obbligazioni convertibili nell'ordinamento italiano*, cit., 14; V. BUONOCORE, *Le obbligazioni convertibili in azioni nella legge di riforma*, 716; R. CAVALLO BORGIA, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, cit., 243; G.F. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, cit., 444; G. DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, cit., 270; F. GALGANO, *Diritto civile e commerciale*, cit., 441; N. DE LUCA-A. STAGNO D'ALCONTRES, *Obbligazioni di società*, cit., 823.

⁵²⁸ Cfr. A. DE MARTINI, *Profilo giuridico delle obbligazioni convertibili in azioni*, cit., 536 e 540 e ss.; G. SCORZA, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, cit., 103 e 115 ss.

dell'originario rapporto di prestito obbligazionario⁵²⁹. Tale ricostruzione è ampiamente accolta in dottrina, sebbene sia stata sollevata qualche obiezione, sostenendosi, *in primis*, che la conversione, più che ai fini dell'estinzione del precedente rapporto di mutuo obbligazionario, rilevarebbe ai fini della costituzione di un nuovo rapporto, quello di partecipazione sociale⁵³⁰. La conversione, inoltre, non si limiterebbe a integrare una novazione oggettiva in senso tecnico, ove cioè le parti sostituiscono all'obbligazione originaria una nuova obbligazione con oggetto o titolo diverso, ma determinerebbe un mutamento dell'intero rapporto incompatibile con quello originario; ipotesi questa, in relazione alla quale dovrebbe più propriamente parlarsi di contratto sostitutivo di un precedente contratto⁵³¹. Alla luce di tali obiezioni, per inquadrare giuridicamente il momento della conversione potrebbe ritenersi preferibile richiamare, anche in questo caso, la compensazione⁵³².

⁵²⁹ Cfr. G. FERRI, *Le società*², cit., 514 s.; G. FRÈ, *Art. 2410-2420 c.c.*, cit., 593, il quale si esprime in termini di “mutare *ex nunc* la causa del versamento già effettuato alla società per la sottoscrizione delle obbligazioni”; G.F. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, cit., 445; A. PELLICANÒ, *Artt. 2417-2420 bis c.c.*, cit., 627; G. DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, cit., 274; F. GALGANO, *Diritto civile e commerciale*, cit., 441; N. DE LUCA-A. STAGNO D'ALCONTRES, *Obbligazioni di società*, cit., 824; C. ROMEO, *Novazione, remissione e tecniche di gestione dei rapporti contrattuali*, Ariccia, 2014, 26 e, in giurisprudenza, App. Genova, 11 luglio 1994, in *Società*, 1995, 796 ss.; incidentalmente, Cass., sez. trib., 8 ottobre 2001, n. 12332, in *Giust. Civ.*, 2002, 680 ss. ed espressamente Cass., 10 dicembre 1992, n. 13095, cit., ove si afferma che, con la conversione delle obbligazioni (convertibili) in titoli azionari “si verificano, da un lato, un “fatto d'opzione” (per scelta irrevocabile della società) in favore dell'obbligazionista, dall'altro una mutazione del rapporto obbligatorio in rapporto societario per effetto, preveduto e voluto, della “novazione” del titolo (artt. 1331 e 1230 c.c.)”. Sulla novazione cfr. C.B. PUGLIESE, *La novazione, ne L'estinzione dell'obbligazione senza adempimento*, a cura di M. Paladini, in *Diritto delle obbligazioni*, diretto da U. Breccia, in *Nuova giurisprudenza di diritto civile e commerciale*, collana fondata da W. Bigiavi, 2010, 1 ss. Una risalente decisione ha ritenuto sussistente una “novazione obbiettiva” anche nel caso di riduzione del debito di una società per le obbligazioni emesse mediante l'emissione di nuove obbligazioni con altre modalità e con un nuovo piano di ammortamento (cfr. Cass. 28 marzo 1930, in *Riv. dir. comm.*, 1930, II, 340 ss.).

⁵³⁰ Cfr. G. SCORZA, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, cit., 74 ss., richiamato da R. CAVALLO BORGIA, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, cit., 50 nota 96. Ma si vedano le puntuali repliche di G.F. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, cit., 445, nota 8, secondo cui la novazione risponde a una funzione estintivo-costitutiva. Sul punto cfr. P. PERLINGIERI, *Dei modi di estinzione delle obbligazioni diversi dall'adempimento, Art. 1230-1259*, in *Commentario del codice civile* a cura di A. Scialoja e G. Branca, Bologna-Roma, 1975, 67, secondo cui “[t]ra estinzione e costituzione vi è un reciproco rapporto funzionale che esprime la funzione – necessariamente unitaria – della novazione”.

⁵³¹ Per tutti, cfr. L. GENGHINI-R. APICELLA, *Le obbligazioni*, in *Manuali notarili* a cura di L. Genghini, VI, Milano-Padova, 2015, 239 ss., in particolare 240, nota 3.

⁵³² Su cui cfr. supra nota 519.

5. *Le modificazioni delle condizioni del prestito obbligazionario nelle ipotesi di crisi d'impresa.*

L'esigenza di modificare le originarie condizioni del prestito obbligazionario, oltre che nel corso naturale della vita della società emittente, si pone in ipotesi di crisi, quando la riduzione del debito, ad esempio attraverso la conversione del prestito obbligazionario, ovvero anche solo una proroga nel pagamento possono rivelarsi utili al fine di scongiurare la dissoluzione dell'impresa. Si parla in questo caso di accordi finalizzati al salvataggio dell'impresa in crisi, che, nelle ipotesi meno gravi di crisi di liquidità, si limitano a prevedere il riscadenziamento del debito, mentre, qualora la crisi abbia già intaccato il patrimonio, prevedono la postergazione dei crediti ovvero la riduzione del loro ammontare complessivo⁵³³. Al contempo, in simili situazioni si avverte maggiormente la necessità di predisporre adeguate forme di tutela per i creditori, soprattutto laddove si tratti di investitori individuali e inesperti, ma anche quella di evitare che la fiducia del mercato nello strumento obbligazionario sia compromessa⁵³⁴.

A seconda delle difficoltà dell'emittente, dello stadio della crisi e del tipo di intervento necessario ai fini del risanamento della situazione finanziaria e patrimoniale, è possibile individuare una scala di rimedi implicanti un diverso coinvolgimento dell'organizzazione degli obbligazionisti, in un'evoluzione crescente che si snoda dall'applicazione delle norme di diritto societario a quelle del diritto concorsuale.

A un primo livello si pongono le soluzioni di diritto societario finora esaminate, consistenti nelle modifiche alle condizioni del prestito di cui all'art. 2415, comma 1, n. 2 c.c., idonee ad assicurare una tempestiva soluzione della crisi, evitando il ricorso alle procedure concordatarie e concorsuali. È opportuno ribadire, tuttavia, che le potenzialità di tale meccanismo, quale strumento di soluzione della crisi, risultano sminuite dall'interpretazione restrittiva finora prevalente e tendente a ridurre la portata applicativa alle sole modifiche che non investano condizioni strutturali del prestito obbligazionario⁵³⁵.

A un secondo livello si collocano soluzioni intermedie, che non ricadono nelle procedure concorsuali pur avendo una struttura procedimentale più definita e pur prevedendo l'intervento di professionisti esterni: gli accordi di ristrutturazione disciplinati dall'art. 182-*bis* L. Fall. e i piani di risanamento, di cui all'art. 67, comma 3 lett. d) L. Fall. Il principale limite di tali strumenti risiede negli effetti solo relativi di

⁵³³ Cfr. L. BOGGIO, *Gli accordi di salvataggio delle imprese in crisi. Ricostruzione di una disciplina*, Milano, 2007, 7 s.

⁵³⁴ Cfr. M. ZACCAGNINI, *Alcune osservazioni in tema di ristrutturazioni di prestiti obbligazionari emessi da società quotate italiane*, cit., 195.

⁵³⁵ Cfr. *supra* par. 2.

questo tipo di soluzioni, che non si estendono ai creditori non aderenti e non consentono, pertanto, di superare *l'holdout problem*.

A un terzo livello, nelle ipotesi più gravi di crisi, il risanamento dell'impresa, ove possibile, passa attraverso le procedure concordatarie e concorsuali, in cui si assiste, di contro, a un affievolimento della tutela del credito individuale a vantaggio di una dimensione collettiva della soluzione della crisi.

La dottrina nega che principi analoghi a quelli da ultimo richiamati possano sostituire i principi di diritto comune e i limiti alla competenza dell'assemblea degli obbligazionisti operanti ai primi due livelli, con l'effetto di consentire alla maggioranza di vincolare la minoranza, ad esempio, sulla conversione del debito in *equity*. Al fine di pervenire a un simile risultato al di fuori delle procedure concorsuali è stato allora proposto di strutturare l'operazione di conversione investendo l'assemblea degli obbligazionisti della decisione circa la scadenza anticipata del debito e lasciando alla scelta dei singoli l'eventuale successiva adesione al contratto di società attraverso la compensazione del debito da conferimento con il credito di restituzione derivante dal prestito obbligazionario⁵³⁶. Sebbene, a stretto rigore, una simile operazione sia certamente ammissibile, tuttavia la soluzione prospettata non risolve il problema concreto dell'*holdout* e sembra difficilmente praticabile.

Anzitutto appare inverosimile che una società in crisi, la quale abbia necessità di ricorrere a un'operazione di ristrutturazione finalizzata alla conversione del debito in *equity*, disponga delle risorse indispensabili a garantire il potenziale rimborso anticipato a tutti gli obbligazionisti che ne facciano richiesta⁵³⁷. Inoltre generalmente la ristrutturazione del prestito obbligazionario, attuata tramite conversione del debito in *equity*, in tanto ha motivo di essere effettuata in quanto tutti gli obbligazionisti vi aderiscano. In caso di approvazione della scadenza anticipata del prestito il valore nominale delle obbligazioni dovrebbe essere rimborsato a tutti gli obbligazionisti che non intendessero utilizzare il proprio credito in compensazione per la sottoscrizione di azioni dell'emittente. E non si vede a questo punto quale obbligazionista, a fronte del recupero immediato del valore nominale del proprio credito, avrebbe interesse a reinvestire la somma, per di più in capitale di rischio, in una società in crisi.

Nei prossimi paragrafi saranno esaminati i presupposti per le modificazioni delle condizioni del prestito obbligazionario nel contesto di procedure formali e nel corso delle procedure concorsuali e concordatarie, evidenziandosi come, in questo settore, le tendenze legislative più recenti mostrino il passaggio da un'impostazione di

⁵³⁶ A. VALZER, *Gli obbligazionisti e i titolari di strumenti finanziari non partecipativi nelle procedure concordatarie*, in *Riv. soc.*, 2014, 88 s.

⁵³⁷ Il rimborso anticipato dovrebbe ovviamente essere garantito a tutti gli obbligazionisti, nel rispetto del principio di parità di trattamento.

stampo pubblicistico a una maggiore valorizzazione dell'iniziativa privata nella soluzione della crisi.

5.1. (segue): *La ristrutturazione del debito nel contesto di procedure formali. Cenni.*

In molte giurisdizioni, in situazioni di crisi della società emittente, la ristrutturazione del prestito obbligazionario può essere implementata nel contesto di specifiche procedure extra-fallimentari, che implicano in linea di principio un'omologazione giudiziale. Tali schemi, in realtà, non sono tipici dei prestiti obbligazionari, ma rispondono, più in generale, all'interesse di tutte le categorie di creditori per la finalità di ristrutturazione del debito.

Da una parte, le procedure formali di ristrutturazione del debito assicurano un elevato livello di protezione agli obbligazionisti, garantita dalla supervisione di un giudice sulla proposta di rinegoziazione. Al contempo, tali procedure non godono di quelle caratteristiche di effettività e immediatezza che contraddistinguono il voto degli obbligazionisti nel contesto di una procedura informale. In altre parole, una ristrutturazione che si colloca in un contesto formale non consente di evitare completamente i costi e i tempi di una procedura giudiziale e rischia di essere attuata quando l'emittente versa già in una situazione di crisi avanzata. Nonostante gli indubbi vantaggi per i creditori come categoria, specie se paragonati alla prospettiva di un fallimento imminente, questo tipo di operazioni di ristrutturazione potrebbe non essere, dunque, l'alternativa migliore per gli obbligazionisti.

Appare comunque opportuno esaminare almeno tre significativi modelli di ordinamenti giuridici che contemplano strumenti volti alla ristrutturazione e implicanti, nella maggior parte dei casi, una supervisione giudiziale: Regno Unito, Spagna e Italia.

L'ipotesi più rilevante di ristrutturazione del debito al di fuori del fallimento è ravvisabile nello *scheme of arrangement*, una particolare procedura disciplinata dalla legge nel Regno Unito. Ai sensi della Part 26 del *Companies Act 2006*, il compromesso o l'accordo tra società e creditori (o una classe di creditori) deve essere accettato da una maggioranza che rappresenti almeno il 75% dei creditori (o della classe di creditori) presente e votante in assemblea per persona o per procura. Il tribunale, in questo caso, ha un ruolo di rilievo e ampi poteri in due fasi della procedura. Anzitutto, a seguito della domanda, il tribunale ordina che l'assemblea dei creditori sia convocata secondo le modalità da esso indicate. Inoltre, dopo la votazione, lo *scheme of arrangement* è approvato dal tribunale, divenendo vincolante per tutti i creditori (o la classe di creditori). In particolare, ai fini dell'omologazione, il tribunale deve determinare "whether the proposed scheme is such that an honest and

intelligent member of the class concerned, acting in respect of his interest, might reasonably approve of it”⁵³⁸.

Venendo al diritto spagnolo, di recente, ad esito di un processo di riforma avviato dal Real Decreto-ley 4/2014, una disposizione addizionale quarta è stata introdotta nel testo della Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal⁵³⁹. In base a tale disposizione, alcuni effetti contenuti in un accordo di rifinanziamento sottoscritto dai creditori che rappresentino almeno il 60% delle passività finanziarie - ossia le proroghe di scadenze non eccedenti i cinque anni ovvero la conversione del debito in prestiti partecipativi per lo stesso periodo - possono essere estesi anche ai creditori dissenzienti attraverso l’omologazione giudiziale. Qualora la percentuale di creditori aderenti all’accordo fosse almeno pari al 75%, questo potrebbe prevedere proroghe delle scadenze per un periodo compreso fra cinque e dieci anni, conversione del debito in prestiti partecipativi per lo stesso periodo di tempo ovvero in obbligazioni convertibili o in prestiti subordinati o in prestiti con interessi capitalizzabili o in altri strumenti finanziari, attribuzione di beni o diritti a soddisfazione del debito, svalutazioni e conversione del debito in azioni o quote della società debitrice. Nell’ultima ipotesi, i creditori dissenzienti possono optare tra la conversione del debito in capitale e una svalutazione corrispondente all’ammontare del valore nominale delle azioni o quote che gli spetterebbe sottoscrivere o acquisire e, ove sussistente, il relativo premio di emissione o di sottoscrizione. In assenza di specifica indicazione, si intenderà che i creditori abbiano optato per la svalutazione.

Per quanto concerne l’Italia, gli accordi di ristrutturazione sono disciplinati dall’art. 182-bis L. Fall⁵⁴⁰. Simili patti sono sottoscritti dal debitore, da una parte, e almeno il 60% dei creditori dall’altra, i quali possono negoziarne liberamente il contenuto. Sono prevalentemente considerati quali accordi di natura privata, conclusi al di fuori delle procedure concorsuali, sebbene sia previsto un limitato intervento del tribunale fallimentare, chiamato a omologare l’accordo. Deve essere, tuttavia, evidenziato che l’accordo è vincolante solo per i creditori che vi abbiano aderito, mentre i restanti creditori devono essere integralmente rimborsati. A tale scopo, un esperto indipendente è chiamato ad attestare l’attuabilità dell’accordo stesso, con particolare riferimento alla sua idoneità ad assicurare l’integrale pagamento dei creditori non aderenti⁵⁴¹.

⁵³⁸ Re Dorman, Long & Co Ltd; Re South Durham Steel and Iron Co Ltd [1933] All ER Rep 460.

⁵³⁹ Ley Concursal (B.O.E. 2003, 22).

⁵⁴⁰ Cfr. R. AGOSTINELLI, *Gli accordi di ristrutturazione: artt. 67 e 182-bis L. Fall.*, in *Crisi d’impresa e ristrutturazioni. Percorsi tra banca e mercato*, a cura di F. Bruno-A. Ruozi, Assago, 2010, 155 ss.

⁵⁴¹ Uno studio recente dimostra che il ricorso a tale tipologia di accordi è molto limitato nella pratica. Dal 2006, anno successivo all’introduzione, al 2014, sono stati presentati solo 675 accordi di

Un altro istituto previsto dal diritto italiano è il piano di risanamento, di cui all'art. 67, comma 3 lett. d) L. Fall., il cui principale effetto è quello di escludere gli atti, i pagamenti e le garanzie posti in essere in esecuzione del piano dall'azione revocatoria promossa nel corso di un'eventuale successiva procedura fallimentare⁵⁴². Il piano di risanamento, come espressamente previsto dalla disposizione menzionata, è volto al risanamento della esposizione debitoria e al riequilibrio della situazione finanziaria. A differenza degli accordi di ristrutturazione, questo secondo strumento non è soggetto ad alcuna supervisione da parte dell'autorità giudiziaria, né i creditori sono legittimati a proporre opposizione in sede giudiziaria, sebbene la veridicità dei dati, nonché la fattibilità del piano debbano essere attestate da un professionista indipendente. A stretto rigore, inoltre, il piano di risanamento non rientra tra le procedure concorsuali e non impone necessariamente un preventivo accordo con i creditori, né forme di pubblicità nei loro confronti. Nella prassi, tuttavia, si registra abitualmente il coinvolgimento e l'accordo di creditori strategici, quali banche o creditori finanziari, nell'elaborazione del piano, posto che il risanamento dell'impresa implica di norma un sacrificio delle pretese creditorie⁵⁴³. Resta fermo che, così come l'accordo di ristrutturazione, anche il piano di risanamento non è vincolante per i creditori che vi siano rimasti estranei, dovendo gli stessi essere pagati per intero e alle scadenze pattuite.

Le caratteristiche descritte evidenziano come le tecniche attualmente contemplate dal diritto italiano non possano essere considerate quali procedure sovrapponibili o alternative a una rinegoziazione privata dei termini e delle condizioni del prestito obbligazionario vincolante per tutti gli obbligazionisti, in termini di tempi, di costi e di probabilità di successo.

ristrutturazione dei debiti su un totale di 896.783 procedure di insolvenza (liquidazioni, fallimenti, concordati e accordi di ristrutturazione). La ricerca rivela, inoltre, che il procedimento in esame ha una durata media di due mesi, che può arrivare a circa quattro in caso di richieste di integrazione e proroghe. Cfr. V. CONCA-A. DANOVÌ-L. RIVA, *Dieci anni di accordi di ristrutturazione dei debiti ex art. 182-bis L.F. Un'analisi empirica nei principali Tribunali italiani*, 2015, <http://www.sdabocconi.it/it/eventi/2015/05/dieci-anni-accordi-ristrutturazione-dei-debiti-ex-art-182-bis-lf>.

⁵⁴² Per un'efficace sintesi delle caratteristiche dell'istituto, anche con riferimento alla prassi, cfr. AA. VV., *Memento Pratico Ipsos-Francis Lefebvre, Crisi d'impresa e fallimento*, 2016, n. 535 ss. Cfr., altresì, R. AGOSTINELLI, *Gli accordi di ristrutturazione: artt. 67 e 182-bis L. Fall.*, cit., 149 ss. UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI FIRENZE-CNDCEC-ASSONIME, *Linee-guida per il finanziamento alle imprese in crisi*, Seconda Edizione-2015, [http://www.nuovodirittofallimentare.unifi.it/upload/sub/Corso%202015/7%20luglio%202015%20Linee-guida%20-%20II%20edizione%202015%20\(finale,%2024-4-2015\)-1.pdf](http://www.nuovodirittofallimentare.unifi.it/upload/sub/Corso%202015/7%20luglio%202015%20Linee-guida%20-%20II%20edizione%202015%20(finale,%2024-4-2015)-1.pdf).

⁵⁴³ Salvo ipotesi marginali, come una ricapitalizzazione ad opera di investitori esterni o una vendita di beni aziendali non necessari alla prosecuzione dell'attività di impresa, il superamento della crisi aziendale passa in genere attraverso concessioni dei creditori sulla misura o sui tempi del pagamento. Cfr. UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI FIRENZE-CNDCEC-ASSONIME, *Linee-guida per il finanziamento alle imprese in crisi*, cit., 9 e 25.

In primo luogo, entrambi gli strumenti esaminati prevedono la necessità dell'attestazione di un professionista esterno e indipendente a garanzia dei contenuti dell'accordo o del piano. Tale ruolo, indubbiamente utile e a tutela dei creditori individuali, comporta al contempo costi che potrebbero essere risparmiati affidando un incarico analogo al rappresentante comune degli obbligazionisti, se dotato delle competenze necessarie. Si tratta, in ogni caso, di un incarico che, ove necessario, anche in ipotesi di rinegoziazione privata potrebbe essere assegnato su base volontaria a un professionista indipendente. In secondo luogo, gli accordi di ristrutturazione impongono il necessario intervento del tribunale, che pur rappresentando una garanzia ulteriore per i creditori, implica un allungamento dei tempi non sempre giustificato da effettive esigenze di tutela e che rischia di incidere negativamente sulle possibilità di risanamento dell'emittente. Il principale limite delle procedure esaminate è tuttavia, ancora una volta, l'insussistenza di un vincolo rispetto agli accordi raggiunti nei confronti dei creditori non aderenti, che ripropone la questione dell'*holdout problem* e dell'effetto di *buoying-up* già esaminati e che rischia di provocare l'insuccesso della rinegoziazione.

5.2. (segue): Le modificazioni delle condizioni del prestito nel concordato.

In ipotesi di concordato preventivo o fallimentare, la disamina dei diritti degli obbligazionisti e di eventuali modifiche rispetto alle condizioni del prestito originariamente concordate deve tener conto dell'applicazione del principio di "*par condicio*" tra creditori e della supervisione giudiziale delle procedure⁵⁴⁴. L'assemblea degli obbligazionisti ha, tuttavia, un diverso ruolo e un diverso peso nei due tipi di concordato.

Nel concordato fallimentare la proposta, avanzata dai creditori, da un terzo ovvero, a certe condizioni, dal fallito, è presentata *in primis* al giudice delegato, il quale, dopo aver acquisito il parere del curatore e del comitato dei creditori, dispone la comunicazione ai creditori. Si instaura, in questa fase, un meccanismo di silenzio-assenso: la proposta di concordato si intenderà approvata con il voto favorevole della maggioranza dei crediti ammessi al voto, computandosi tra i consenzienti anche quei creditori che non abbiano espresso il loro dissenso entro i termini stabiliti.

⁵⁴⁴ Cfr. M. ZACCAGNINI, *Alcune osservazioni in tema di ristrutturazioni di prestiti obbligazionari emessi da società quotate italiane*, cit., 200. Vi è chi ha sottolineato che concordato preventivo e fallimentare avrebbero una funzione simile, ravvisabile essenzialmente nel soddisfacimento delle pretese creditorie prescindendo dalla liquidazione fallimentare, ma mentre il primo si colloca in un momento antecedente, il secondo presuppone l'intervenuta dichiarazione di fallimento (cfr. F. D'AQUINO-C. DELLADIO-R. FONTANA-F. MAMMONE, *Guida alla legge fallimentare*, Milano, 2016, 254 s.).

In tale contesto, le norme rilevanti e specificamente applicabili ai prestiti obbligazionari sono due. A venire in rilievo è anzitutto l'art. 124, comma 2, lett. c) l.f., ove si sancisce che la proposta di concordato possa prevedere la ristrutturazione dei debiti, nonché la soddisfazione dei crediti anche attraverso l'attribuzione ai creditori di azioni, quote, obbligazioni, anche convertibili in azioni, strumenti finanziari e titoli di debito⁵⁴⁵. Il successivo art. 125 L. Fall. fa invece riferimento alla comunicazione della proposta di concordato ai creditori per l'approvazione e prevede che, in presenza di obbligazionisti ovvero di portatori di strumenti finanziari, la proposta debba essere inviata agli organi che hanno il potere di convocare le rispettive assemblee, le quali esprimeranno l'eventuale dissenso.

Il metodo collegiale, dunque, opera solo nel primo passaggio, quello in cui l'assemblea degli obbligazionisti esprime un voto unitario e idoneo a vincolare la minoranza in merito all'eventuale dissenso rispetto alla proposta di concordato fallimentare⁵⁴⁶; voto che concorre successivamente, al pari di quello degli altri creditori, all'approvazione ovvero al rigetto della proposta di concordato fallimentare attraverso lo schema del silenzio-assenso descritto⁵⁴⁷.

Per quanto concerne l'approvazione della proposta di concordato preventivo, di contro, questa avviene col voto favorevole della maggioranza dei crediti ammessi al voto⁵⁴⁸ ad esito di un'adunanza dei creditori⁵⁴⁹. Il voto dei creditori può, peraltro, essere espresso anche in un secondo momento, nei venti giorni successivi alla chiusura del verbale⁵⁵⁰.

⁵⁴⁵ Una formulazione analoga è contenuta nell'art. 160, comma 1, lett a) c.c. in relazione al concordato preventivo.

⁵⁴⁶ Essendo oggetto di delibera il rigetto della proposta concordataria, il mancato raggiungimento delle maggioranze prescritte per la valida costituzione ovvero per l'assunzione della deliberazione dell'assemblea degli obbligazionisti comporterà che tutti gli obbligazionisti siano considerati favorevoli alla proposta. In tal senso, cfr. A. VALZER, *Gli obbligazionisti e i titolari di strumenti finanziari non partecipativi nelle procedure concordatarie*, cit., 57 s., nota 18.; G. D'ATTORRE, *Art. 177, ne Il concordato preventivo e gli accordi di ristrutturazione dei debiti*, a cura di A. Nigro-M. Sandulli-V. Santoro, Torino, 2014, 293.

⁵⁴⁷ Ai sensi dell'art. 128 L. Fall., ove siano previste diverse classi di creditori, il concordato è approvato se la maggioranza si verifica inoltre nel maggior numero di classi e, in caso di voto su più proposte di concordato, si considera approvata quella che ha conseguito il maggior numero di consensi e, in caso di parità, la proposta presentata per prima.

⁵⁴⁸ Fatte salve le particolari regole previste dall'art. 177, comma 1, L. Fall., nel caso in cui vi siano più classi di creditori (ipotesi nella quale l'approvazione del concordato richiede inoltre che la maggioranza si verifichi nel maggior numero di classi) e nel caso in cui siano poste al voto più proposte di concordato.

⁵⁴⁹ Adunanza che, dopo le recenti innovazioni introdotte nel testo dell'art. 175 L. Fall., può anche svolgersi in via telematica.

⁵⁵⁰ Cfr. art. 178, comma 4, L. Fall. Tale innovazione, introdotta dall'art. 4, comma 1, del D.L. 27 giugno 2015, n. 83 in sede di conversione dalla L. 6 agosto 2015, n. 132, sostituisce il meccanismo del silenzio-assenso precedentemente introdotto dalla L. 7 agosto 2012, n. 134, di conversione del D.L. 22 giugno 2012, n. 83 nel testo dell'art. 178 comma 4, L. Fall., che prevedeva che i creditori che

Da un punto di vista procedimentale, l'art. 171 L. Fall., relativo alla convocazione dell'adunanza dei creditori nella quale la proposta di concordato sarà approvata ovvero respinta, prevede che la comunicazione sia rivolta al rappresentante comune degli obbligazionisti e dispone un incremento del termine intercorrente tra il decreto di ammissione e l'adunanza, affinché l'assemblea degli obbligazionisti sia convocata per deliberare sulla proposta⁵⁵¹. In questo caso gli obbligazionisti si pronunciano sulla posizione che il rappresentante comune dovrà tenere nell'ambito dell'adunanza dei creditori⁵⁵².

Esaminato il quadro del ruolo degli obbligazionisti nel concordato fallimentare e preventivo, è opportuno chiarire come la disciplina delle modifiche alle condizioni del prestito di cui all'art. 2415, comma 2, c.c. si combini con il diritto concorsuale nelle procedure concordatarie. Sul punto, può agevolmente riscontrarsi come la disciplina di diritto comune ceda il passo a quella concorsuale, ove è il principio di

non avessero esercitato il voto potessero far pervenire il proprio dissenso nei venti giorni successivi alla chiusura del verbale, essendo altrimenti considerati consenzienti ai fini del computo della maggioranza dei crediti, su cui cfr. G. D'ATTORRE, op. loc. ult. cit.

⁵⁵¹ L'assemblea potrà dunque esprimere un voto favorevole ovvero, nel caso di rigetto della proposta di concordato ovvero di mancato raggiungimento della prescritta maggioranza, contrario degli obbligazionisti. Nel caso in cui l'assemblea degli obbligazionisti non sia validamente costituita per il mancato raggiungimento dei *quorum* costitutivi, si ritiene peraltro ammissibile l'espressione della manifestazione individuale di volontà ai sensi dell'art. 2419 c.c. (in termini di assenso o dissenso alla proposta) da parte dei singoli obbligazionisti; cfr. A. VALZER, op. loc. ult. cit.; G. D'ATTORRE, op. ult. cit., 294.

⁵⁵² In passato ha costituito oggetto di ampio dibattito la questione relativa al computo del voto del rappresentante comune nell'adunanza dei creditori. La dottrina prevalente era orientata nel senso che, ai fini delle maggioranze di somma, il voto degli obbligazionisti contasse per l'intero ammontare delle obbligazioni emesse e non estinte e non solo per quelle dei titolari che avessero votato a favore (cfr., in tal senso, F. FERRARA, *La posizione degli obbligazionisti*, cit., 32; D. PETTITI, *I titoli obbligazionari*, 235; G. FRÈ, *Art. 2415 c.c.*, cit., 612; R. SACCHI, *Gli obbligazionisti nel concordato della società*, cit., 32 s.; V. COLUSSI, voce *Obbligazioni di Società*, cit., 5; G.F. CAMPOBASSO, *L'organizzazione degli obbligazionisti*, cit., 500). Si discuteva, poi, se, nel calcolo delle maggioranze di numero, il voto del rappresentante comune dovesse intendersi come singolo voto ovvero considerato per un numero di voti corrispondente al numero degli obbligazionisti (per la prima interpretazione cfr. F. FERRARA, *La posizione degli obbligazionisti*, cit., 32; D. PETTITI, *I titoli obbligazionari*, 234; V. COLUSSI, voce *Obbligazioni di Società*, cit., 5; G. FRÈ, *Art. 2415 c.c.*, cit., 612, per la seconda R. SACCHI, *Gli obbligazionisti nel concordato della società*, cit., 54 ss.; G.F. CAMPOBASSO, *L'organizzazione degli obbligazionisti*, cit., 500 s.). Dopo le riforme che hanno interessato la disciplina fallimentare e, in particolare, le disposizioni di cui agli artt. 177 L. Fall. in materia di concordato preventivo e 128 L. Fall. in materia di concordato fallimentare, si è rilevato come risulti confermata la posizione della dottrina secondo cui il voto del rappresentante comune costituisce sempre e comunque un unico voto, elevando anzi a regola generale il sistema dapprima concernente i soli obbligazionisti; cfr. A. COSTA, *Art. 2415 c.c.*, cit., 1076; A. VALZER, *Gli obbligazionisti e i titolari di strumenti finanziari non partecipativi nelle procedure concordatarie*, cit., 61 s. Sul punto cfr., altresì, E. CODAZZI, *Art. 2415 c.c.*, cit., 712; M. ONZA, *Art. 2415 c.c.*, cit., 1409; G. PELLEGRINO, *L'organizzazione degli obbligazionisti*, cit., 131.

maggioranza a trovare applicazione⁵⁵³, accanto a strumenti volti a facilitare una soluzione concordataria della crisi anche superando l'inerzia dei creditori (come avviene con il ricorso allo schema del silenzio-assenso)⁵⁵⁴.

In tale contesto, le modifiche alle condizioni strutturali del prestito obbligazionario e finanche la conversione del debito in *equity*, che secondo la dottrina maggioritaria costituirebbero decisioni sottratte alla disponibilità della maggioranza degli obbligazionisti nel corso dell'ordinaria vita della società emittente, risultano legittimamente sottoposte al voto dell'assemblea degli obbligazionisti, se contenute in una proposta di concordato⁵⁵⁵. Diventa così possibile che le medesime modifiche a caratteri strutturali del prestito obbligazionario, in un primo momento rigettate per non aver ottenuto il consenso individuale della totalità degli obbligazionisti, siano successivamente oggetto di una proposta in sede concordataria e in quel contesto approvate e rese vincolanti nei confronti della minoranza grazie al voto favorevole della maggioranza degli obbligazionisti. Del resto, è lo stesso art. 2415, comma 1, n. 3

⁵⁵³ Il fondamento teorico della preminenza del principio di maggioranza nel concordato è stato tradizionalmente ravvisato nell'eterotutela garantita dagli ampi margini di intervento e di sindacato rimessi all'autorità giudiziaria; cfr., in tal senso, R. SACCHI, *Il principio di maggioranza nel concordato e nell'amministrazione controllata*, cit., *passim* e 314 ss. La riduzione dell'ambito di operatività del giudizio di convenienza – per il concordato fallimentare, all'ipotesi in cui un creditore appartenente ad una classe dissenziente contesti la convenienza della proposta (cfr. 129 L. Fall.) ovvero, per il concordato preventivo, all'ipotesi di contestazione della convenienza della proposta proveniente da un creditore appartenente ad una classe dissenziente o, in caso di mancata formazione delle classi, dai creditori dissenzienti che rappresentino il venti per cento dei crediti ammessi al voto (cfr. art. 180 L. Fall.) – ha rinnovato il dibattito sulla giustificazione dell'applicazione del principio di maggioranza in sede concordataria, nonché della protezione dei creditori di minoranza. Sul tema, tra gli altri, si vedano G. LO CASCIO, *Il concordato fallimentare: aspetti attuali e prospettive future*, in *Fall.*, 2011, 385 ss.; R. SACCHI, *Concordato preventivo, conflitto di interessi fra creditori e sindacato dell'autorità giudiziaria*, in *Fall.*, 2009, 30 ss.; A.M. AZZARO, *Concordato preventivo e autonomia privata*, in *Fall.*, 2007, 1267 ss. e, in termini critici, L. ABETE, *Il ruolo del giudice ed il principio maggioritario nel novello concordato preventivo: brevi note*, in *Fall.*, 2008, 253 ss. Cfr., altresì, R. SACCHI, *Dai soci di minoranza ai creditori di minoranza*, in *Fall.*, 2009, 1063 ss., il quale, secondo un punto di vista condivisibile, afferma che la protezione dei creditori di minoranza, in passato rimessa a più penetranti poteri di intervento del giudice, deve essere oggi garantita attraverso un controllo giudiziale sul livello di informazione offerta e sulla regolarità della votazione, sotto il profilo della sterilizzazione del voto dei creditori in conflitto di interessi, nonché sotto il profilo dell'omogeneità degli interessi dei creditori raggruppati nella medesima classe. Analogamente, da altri è stato sottolineato come la legittimità del principio di maggioranza sarebbe subordinata alla sussistenza di una comunione di interessi tra coloro i quali saranno soggetti alla volontà della maggioranza, dovendosi pertanto escludere dall'esercizio del diritto di voto i portatori di interessi in conflitto con quello comune; in tal senso cfr. G. D'ATTORRE, *Il voto nei concordati ed il conflitto di interessi fra creditori*, in *Fall.*, 2012, 757 ss.

⁵⁵⁴ Ne risulta una compressione della tutela individuale (di stampo civilistico) del credito e del contratto a favore di una nuova regolamentazione collettiva degli interessi coinvolti nel dissesto; cfr. F. GUERRERA-M. MALTONI, *Concordati giudiziali e operazioni societarie di "riorganizzazione"*, in *Riv. soc.*, 2008, 24; A. VALZER, *Gli obbligazionisti e i titolari di strumenti finanziari non partecipativi nelle procedure concordatarie*, cit., 88.

⁵⁵⁵ In senso analogo cfr. A. VALZER, op. loc. ult. cit.

c.c. che attribuisce all'assemblea degli obbligazionisti la competenza a deliberare sulla proposta di concordato, peraltro senza imporre l'applicazione di particolari maggioranze qualificate, come invece avviene nel caso di modifiche alle condizioni del prestito in virtù di quanto previsto dal comma 3 della medesima norma⁵⁵⁶.

È pur vero che a giustificare la diversa disciplina delle modifiche alle condizioni fondamentali del prestito obbligazionario – nella fase ordinaria, da un lato, e in quella di crisi della società emittente, dall'altro, – interviene la garanzia rappresentata, in sede concordataria, dalla partecipazione e dalla supervisione degli organi della procedura⁵⁵⁷. E tuttavia, così come accade in altri ordinamenti⁵⁵⁸, la differenza di trattamento sussistente tra le due ipotesi, secondo l'interpretazione accolta dall'orientamento maggioritario, sembra aver perso la sua ragion d'essere⁵⁵⁹, alla luce dell'evoluzione del diritto concorsuale verso un sindacato giudiziale sempre meno pregnante a fronte della valorizzazione dell'autonomia privata⁵⁶⁰, dei costi delle procedure concordatarie⁵⁶¹ e della natura degli obbligazionisti nell'attuale contesto storico⁵⁶².

⁵⁵⁶ Ci si potrebbe domandare se, nel caso in cui la proposta di concordato preveda una modifica alle condizioni del prestito obbligazionario, ai fini della sua approvazione sia necessario il consenso della maggioranza qualificata degli obbligazionisti di cui all'art. 2415, comma 3 c.c. La soluzione preferibile appare quella negativa. L'attribuzione alla assemblea degli obbligazionisti del potere di deliberare a maggioranza sulla proposta di concordato sembra infatti un'attribuzione speciale e idonea ad "assorbire" quella relativa alla modifica delle condizioni del prestito obbligazionario, essendo, del resto, verosimile che la maggior parte delle proposte di concordato contengano la previsione di emendamenti alle condizioni del prestito obbligazionario. Inoltre la proposta di concordato è presentata nel contesto di una procedura che implica pur sempre una dialettica con gli organi della procedura e dunque una forma indiretta di tutela che compensa la mancata previsione di una maggioranza qualificata. *Contra* A.G. PLATANIA-F. PLATANIA, *Art. 2415 c.c.*, cit., 80, secondo cui la speciale maggioranza richiesta dall'art. 2415, comma 3, c.c. "deve essere rispettata anche in relazione alle deliberazioni concernenti l'approvazione del concordato e degli accordi di ristrutturazione del debito se determinano una qualunque modifica dei patti originari".

⁵⁵⁷ Non a caso ritenuta ragione determinante per escludere, all'opposto, la vincolatività del voto della maggioranza degli obbligazionisti sulle modifiche alle condizioni del prestito obbligazionario al di fuori del fallimento nell'ordinamento americano; cfr. *infra* par. 10.1.

⁵⁵⁸ Considerazioni analoghe valgono infatti per l'ordinamento americano, su cui cfr. *infra* par. 10.3 testo e nota 684.

⁵⁵⁹ *Contra* A. VALZER, op. ult. cit., 88 s., il quale reputa che nel contesto dell'accordo di ristrutturazione *ex art. 182 bis* L. Fall. e/o negli accordi di risanamento/salvataggio stragiudiziali "non si può argomentare dalla disciplina concordataria per poter estendere la portata o, più correttamente, bypassare il problema della competenza dell'assemblea degli obbligazionisti: competenza che, secondo l'interpretazione che si ritiene più persuasiva, non può certo estendersi alla conversione del diritto di credito in partecipazione sociale".

⁵⁶⁰ Su cui cfr. *supra* nota 533, in questo paragrafo.

⁵⁶¹ Su cui cfr. Cap. I, par. 1, nota 6.

⁵⁶² Su cui si veda l'analisi svolta al Cap. I, par. 5.1.1.

5.3. (segue): *Le modificazioni delle condizioni del prestito nel fallimento.*

Nel corso della procedura fallimentare anche il prestito obbligazionario è soggetto alla previsione di cui all'art. 55, comma 2, L. Fall., che dispone che i debiti pecuniari del fallito si considerano scaduti, agli effetti del concorso, alla data di dichiarazione del fallimento. Alla stessa data, a norma del comma primo della medesima disposizione, il corso degli interessi relativi ai crediti chirografari è sospeso, sino alla chiusura della procedura.

Alle obbligazioni è, inoltre, specificamente dedicato l'art. 58 L. Fall., a mente del quale i crediti obbligazionari sono ammessi al passivo per il loro valore nominale, detratti i rimborsi già effettuati. La medesima disposizione, con particolare riferimento alle obbligazioni per le quali è previsto un premio da estrarre a sorte, introduce il criterio della distribuzione del valore attualizzato del premio. Infine, da un punto di vista procedimentale, l'art. 93 L. Fall. prevede che il ricorso per la domanda di ammissione al passivo possa essere presentato dal rappresentante comune degli obbligazionisti⁵⁶³. Si ritiene, comunque, che a tal fine non sia necessaria una preventiva deliberazione dell'assemblea degli obbligazionisti⁵⁶⁴.

La disciplina fallimentare prevede, dunque, che gli obbligazionisti siano ammessi al passivo indipendentemente dal fatto che il relativo diritto al rimborso sia già maturato per l'avvenuta scadenza del prestito obbligazionario, non avendo tuttavia diritto alla percezione degli interessi, a meno che la società emittente non torni in *bonis*⁵⁶⁵.

La dottrina si è interrogata, in termini generali, sulla sorte di eventuali accordi di salvataggio stragiudiziali una volta sopravvenuto il fallimento⁵⁶⁶. Il tema, tuttavia,

⁵⁶³ Proprio l'utilizzo del verbo "potere" ha indotto a domandarsi se, al di là della possibilità attribuita al rappresentante comune di presentare l'istanza di ammissione al passivo anche per singoli gruppi di obbligazionisti, ciascun obbligazionista possa agire individualmente; quesito risolto sostenendo che il singolo obbligazionista non possa proporre domanda di ammissione al passivo, pur conservando il diritto di impedire al rappresentante comune di agire anche nel suo interesse (cfr. F. DI GIROLAMO, *Le obbligazioni e gli altri titoli di debito nel fallimento dell'emittente, con uno sguardo alla riforma del diritto societario*, in *Giur. comm.*, 2008, I, 1139. *Contra* V. SANGIOVANNI, *Obbligazioni e titoli di debito nel fallimento delle società*, in *Fall.*, 2010, 1236, secondo cui due sono i soggetti legittimati a proporre domanda di ammissione al passivo: l'obbligazionista individuale in proprio e il rappresentante comune, il quale non potrà agire per i singoli obbligazionisti ma soltanto nell'interesse di gruppi di obbligazionisti. In argomento cfr. anche R. SACCHI, *Gli obbligazionisti nel concordato della società*, cit., 63 ss.).

⁵⁶⁴ Cfr. V. SANGIOVANNI, op. loc. ult. cit.

⁵⁶⁵ Cfr. F. DI GIROLAMO, *Le obbligazioni e gli altri titoli di debito nel fallimento dell'emittente, con uno sguardo alla riforma del diritto societario*, cit., 1113. Sulla disciplina del prestito obbligazionario nel fallimento, seppure con riferimento alle disposizioni previgenti, cfr. D. PETTITI, *I titoli obbligazionari*, 320 e ss.

⁵⁶⁶ Cfr. L. BOGGIO, *Gli accordi di salvataggio delle imprese in crisi. Ricostruzione di una disciplina*, cit., 217 ss.

con particolare riferimento agli obbligazionisti, assume una connotazione peculiare, alla luce delle norme appena esaminate.

Ipotizzando che l'accordo abbia previsto la conversione del debito in *equity*, possono ritenersi applicabili le conclusioni raggiunte dalla dottrina in tema di obbligazioni convertibili, dovendosi ritenere determinante la data della dichiarazione di fallimento. Pertanto, qualora la conversione non sia ancora stata eseguita alla data del fallimento, gli obbligazionisti saranno ammessi al passivo, in base alle disposizioni richiamate, per l'importo del valore nominale del titolo e non potranno più chiedere la conversione in azioni. Qualora, di contro, alla data del fallimento la conversione sia già avvenuta, gli originari obbligazionisti non potranno più considerarsi tali, ma, essendo divenuti azionisti, saranno soddisfatti dopo gli altri creditori⁵⁶⁷.

Occorre, tuttavia, considerare che, a differenza dell'ipotesi di obbligazioni *ab origine* convertibili in azioni, in questo caso la convertibilità delle obbligazioni consegue a un accordo tra società emittente e obbligazionisti verosimilmente intercorso poco tempo prima del fallimento, in relazione al quale potrebbe venire in rilievo la disciplina della revocatoria fallimentare. Problemi analoghi, del resto, potrebbero porsi in presenza di modificazioni delle condizioni del prestito obbligazionario che, per la particolare struttura dell'operazione, potrebbero considerarsi rientranti nell'ambito di applicazione della disciplina della revocatoria fallimentare⁵⁶⁸.

Sul punto occorre operare una distinzione. Qualora la conversione del debito in *equity* ovvero la modifica, anche radicale, delle condizioni del prestito obbligazionario sia stata oggetto di un accordo di ristrutturazione di cui all'art. 182-bis L. Fall. ovvero di un piano di risanamento, di cui all'art. 67, comma 3 lett. d) L. Fall. nessun problema di revocabilità dovrebbe insorgere, alla luce delle esenzioni contemplate dall'art. 67, comma 3, lett. d) ed e) L. Fall⁵⁶⁹. Laddove, invece, la conversione del debito in *equity* ovvero la modifica delle condizioni del prestito obbligazionario sia contenuta in un accordo stragiudiziale di salvataggio, in presenza dei relativi presupposti, questo potrebbe astrattamente ricadere in una delle ipotesi di revocatoria fallimentare. Tuttavia, nel primo caso, quello della conversione, appare difficilmente ipotizzabile l'esercizio dell'azione revocatoria da parte del curatore fallimentare, poiché non sembrerebbe sussistere un interesse apprezzabile alla caducazione dell'accordo con cui

⁵⁶⁷ Cfr. V. SANGIOVANNI, *Obbligazioni e titoli di debito nel fallimento delle società*, cit., 1239; F. DI GIROLAMO, *Le obbligazioni e gli altri titoli di debito nel fallimento dell'emittente, con uno sguardo alla riforma del diritto societario*, cit., 1119 ss.

⁵⁶⁸ Si pensi, ad esempio, a una modifica consistente in una notevole dilazione della scadenza del prestito obbligazionario a fronte del pagamento anticipato di interessi non ancora scaduti, che potrebbe rientrare nell'ambito di applicazione dell'art. 65 L. Fall.

⁵⁶⁹ Su cui cfr. L. BOGGIO, *Gli accordi di salvataggio delle imprese in crisi. Ricostruzione di una disciplina*, cit., 252 ss.

gli obbligazionisti rinunciano alla posizione di creditori sociali. Nel secondo caso, quello delle modificazioni delle condizioni del prestito obbligazionario che integrino i presupposti della revocatoria fallimentare, di contro, il rischio non potrebbe dirsi escluso.

6. *La competenza assembleare sulle modificazioni delle condizioni del prestito. Cenni di diritto comparato.*

La competenza della maggioranza, talora qualificata, degli obbligazionisti a decidere sulle modificazioni delle condizioni del prestito obbligazionario caratterizza i sistemi giuridici più evoluti. In effetti, anche gli ordinamenti che hanno adottato un approccio piuttosto restrittivo ovvero che mancano di un'organizzazione degli obbligazionisti più strutturata, alla stregua del riconoscimento di interessi omogenei propri della collettività degli obbligazionisti, tendono a prevedere che il voto della maggioranza di essi possa vincolare la minoranza sulle modifiche delle condizioni del prestito obbligazionario⁵⁷⁰.

Volendo concentrare l'attenzione solo sui modelli più simili a quello italiano, nei quali la decisione sulle modifiche delle condizioni del prestito obbligazionario è rimessa dalla legge all'assemblea degli obbligazionisti, è possibile, in via preliminare, osservare come la tecnica normativa adottata dal legislatore italiano rappresenti, per certi versi, un *unicum* nel panorama legislativo degli ordinamenti europei. La maggior parte di essi, in effetti, lungi dall'affidare la disciplina della materia a una disposizione normativa dal tenore letterale generico, fissa una disciplina specifica sulle modificazioni alle condizioni del prestito obbligazionario, spesso individuando un preciso elenco di materie che limita la competenza dell'assemblea.

Nel diritto tedesco la disciplina sulle modificazioni delle condizioni del prestito obbligazionario è caratterizzata da un elevato livello di dettaglio, fermo restando che la competenza assembleare in materia deve essere stabilita dalle condizioni del prestito. La legge prevede un elenco esemplificativo di misure che l'assemblea può adottare e che comprende modifiche relative alla scadenza o riduzione o esclusione del pagamento degli interessi; modifiche alla scadenza del capitale, riduzione del capitale; subordinazione delle pretese sottese alle obbligazioni durante le procedure di insolvenza dell'emittente; conversione o scambio delle obbligazioni in azioni, altri strumenti o altre promesse di prestazioni; sostituzione o svincolo di garanzie; cambi della valuta delle obbligazioni; rinuncia o limitazione del diritto di recesso degli obbligazionisti; sostituzione dell'emittente; modifiche o soppressione di condizioni

⁵⁷⁰ Per tutti, si veda l'ordinamento americano che, ai sensi del Trust Indenture Act § 316 (b), 15 U.S.C. § 77ppp(b), consente limitatissime modifiche a maggioranza delle condizioni del prestito obbligazionario.

ancillari delle obbligazioni. Le misure individuate, con la sola eccezione di quelle relative alla modifica ovvero alla cancellazione di condizioni accessorie, devono essere adottate con il voto favorevole di una maggioranza qualificata almeno pari al 75%⁵⁷¹.

Analogo approccio è seguito dalla legislazione svizzera, laddove è formulato un dettagliato elenco delle possibili deliberazioni relative a modifiche alle condizioni del prestito obbligazionario e alla conversione delle obbligazioni in azioni, le quali richiedono per l'approvazione una maggioranza di almeno due terzi del capitale in circolazione⁵⁷². Sulla stessa linea si pongono l'ordinamento belga e quello lussemburghese⁵⁷³.

La disciplina spagnola, invece, non contiene un elenco delle modificazioni al prestito obbligazionario che l'assemblea è legittimata ad adottare. Tuttavia, dalle disposizioni in tema di competenza e di maggioranza necessaria all'adozione delle deliberazioni assembleari è possibile desumere che tra le modificazioni ammissibili rientrano, almeno, la modifica delle garanzie stabilite⁵⁷⁴, nonché modifiche del termine o delle condizioni di rimborso del valore nominale, della conversione o dello scambio⁵⁷⁵. La legge prevede, inoltre, la possibilità per la società di riscattare le obbligazioni emesse per la conversione in azioni non in conseguenza di un accordo con l'organizzazione degli obbligazionisti, bensì “de acuerdo con los titulares”⁵⁷⁶, il che induce la dottrina ad escludere l'ammissibilità di una deliberazione assembleare, vincolante anche per gli assenti e i dissenzienti, sulla conversione forzata del debito in *equity*⁵⁷⁷.

Altri ordinamenti, come quello brasiliano o peruviano, rispecchiano un modello più simile a quello italiano, attribuendo all'assemblea degli obbligazionisti la possibilità di deliberare sulle modifiche alle condizioni del prestito obbligazionario e fissando un *quorum* deliberativo pari alla maggioranza assoluta delle obbligazioni in

⁵⁷¹ Come previsto dalla Sec. 5 SchVg.

⁵⁷² Cfr. Obligationenrecht [OR]; Code des Obligations [CO], Codice delle obbligazioni [CO] Mar 30, 1911, RS 220, art. 1157.

⁵⁷³ Su cui cfr., rispettivamente, CODE DES SOCIÉTÉS [C. SOC.] art. 568 (Belg.). Analoghe disposizioni sono previste per la *société privée à responsabilité limitée*, agli artt. 292 e ss. e la Loi du 10 août 1915, da ultimo modificata dalla Loi du 10 août 2016, art. 94-2. Sulle specifiche modifiche ammesse dagli ordinamenti in esame si veda, *amplius*, Cap. I, par. 3.2.

⁵⁷⁴ Ley de Sociedades de Capital art. 424 (B.O.E. 2010,1).

⁵⁷⁵ Queste ultime richiedono la maggioranza dei due terzi delle obbligazioni in circolazione. Cfr. Ley de Sociedades de Capital art. 425 (B.O.E. 2010,1).

⁵⁷⁶ Ley de Sociedades de Capital art. 430 (B.O.E. 2010,1).

⁵⁷⁷ In tal senso cfr. S. PERNÍAS SOLERA, *La quita y la conversión de los acreedores bancarios. El bail-in*, Departamento de Investigación WP-2013-1012-BA, 25, <http://www.ieb.es/wp-content/uploads/2014/07/bailin.pdf>.

circolazione, senza esemplificare, tuttavia, le possibili modifiche⁵⁷⁸. Infine, l'ordinamento francese rimette all'assemblea degli obbligazionisti la competenza a deliberare sulle modifiche del prestito obbligazionario con una maggioranza dei due terzi dei voti, pur escludendo espressamente la possibilità di deliberare la conversione di obbligazioni in azioni⁵⁷⁹.

La breve ricognizione effettuata dimostra che la previsione della competenza assembleare per la modifica delle condizioni del prestito obbligazionario è prassi comune nelle legislazioni straniere, così come ricorrente è l'attribuzione all'assemblea degli obbligazionisti della competenza a deliberare sulla conversione del debito in *equity*.

La disciplina delle modifiche alle condizioni del prestito obbligazionario, in linea di principio, investe con grande flessibilità anche la struttura delle garanzie, nonché la misura e i tempi del pagamento degli interessi e del rimborso, pur non contemplando, di norma, una definitiva soppressione del diritto alla percezione degli interessi⁵⁸⁰ ovvero al rimborso del capitale. La previsione di modifiche incisive alle condizioni del prestito obbligazionario, inoltre, si accompagna sovente alla previsione di una maggioranza qualificata per l'adozione della relativa deliberazione.

La disamina del diritto comparato conferma, dunque, che un'interpretazione della disciplina nazionale volta a limitare la possibilità di modifica delle condizioni del prestito obbligazionario alle sole "modalità accessorie" non sarebbe in linea con l'impostazione adottata dai modelli stranieri più simili al nostro, mentre appaiono più coerenti con le esemplificazioni rinvenibili nelle legislazioni straniere le posizioni che tendono a escludere dalla competenza assembleare unicamente la soppressione – soltanto integrale e definitiva – del diritto al rimborso e alla percezione degli interessi. Il più evidente punto di divergenza rispetto ad altri ordinamenti giuridici si registra, però, sotto il profilo della posizione di assoluta intransigenza assunta dalla dottrina italiana nei confronti dell'attribuzione all'assemblea degli obbligazionisti della possibilità di deliberare sulla conversione del debito in *equity*; possibilità esplicitamente contemplata dalla legge di alcuni tra i più evoluti ordinamenti moderni.

7. *La competenza assembleare sulla conversione del debito in equity. Prime conclusioni.*

L'analisi svolta nella prima parte del capitolo consente di trarre alcune conclusioni in merito all'ambito della competenza assembleare sulle modificazioni

⁵⁷⁸ Cfr., rispettivamente, l'art. 71, par. 5 della Lei das Sociedades Anônimas e l'art. 322 n. 2 della Ley General de Sociedades.

⁵⁷⁹ Art. L 228-68 C. com., su cui, *amplius*, Cap. I, par. 3.2.

⁵⁸⁰ Salvo nell'ordinamento tedesco, ove anche l'esclusione del pagamento degli interessi è ammissibile.

delle condizioni del prestito di cui all'art. 2415, comma 1, n. 2 c.c. e sulla conversione del debito in *equity*.

Sotto un primo profilo, si è ritenuto di accogliere un'interpretazione rispettosa del tenore letterale della norma, senza introdurre a priori indebite limitazioni quanto al contenuto delle modifiche alle condizioni del prestito obbligazionario che l'assemblea potrebbe adottare.

Ne discende che deve certamente riconoscersi l'ammissibilità di ogni modifica, benché strutturale o tipologica, alle condizioni pattuite all'atto dell'emissione laddove si rientri nel perimetro della fattispecie "prestito obbligazionario". La previsione di una maggioranza qualificata, associata ai rimedi dell'abuso della maggioranza e del conflitto di interessi, costituiscono già un filtro adeguato nei confronti di deliberazioni pregiudizievoli in danno della minoranza.

Si è poi prospettata la possibilità di adottare un'interpretazione ancora più ampia, sebbene conforme al tenore letterale della disposizione, della formula legislativa "modificazioni delle condizioni del prestito". Tale lettura sarebbe volta a ricomprendere nella sfera di competenza assembleare anche modifiche ben più radicali a condizioni disciplinate dal regolamento di emissione, pur sempre in presenza di un'adeguata contropartita per gli obbligazionisti, quali la soppressione del diritto alla percezione degli interessi. Al contempo, si è posto in luce come, salvo una pur significativa eccezione, tale soluzione non risulti attualmente contemplata dagli ordinamenti stranieri che definiscono in maniera puntuale le modificazioni su cui l'assemblea può pronunciarsi.

Sotto un secondo profilo, si è chiarito che la conversione del debito in *equity*, generalmente assimilata alle modifiche delle condizioni del prestito obbligazionario, è fenomeno affatto diverso, che esula dalla materia e dall'ambito di applicazione dell'art. 2415, comma 1, n. 2 c.c. Ciononostante, anche una simile decisione potrebbe essere rimessa al voto vincolante della maggioranza degli obbligazionisti espresso nella relativa assemblea, in virtù di una clausola del contratto di prestito obbligazionario. Tale opzione appare, peraltro, coerente con le scelte adottate dal legislatore italiano nel settore della disciplina in materia di concordato, ove simili ipotesi di ristrutturazione del debito sono legittime e risultano, in definitiva, soggette al principio di maggioranza.

8. *La previsione regolamentare della competenza assembleare sulla conversione del debito in equity.*

Esclusa la possibilità di sostenere, in via interpretativa, che la conversione del debito in capitale di rischio rientri fra le competenze dell'assemblea degli obbligazionisti ai sensi dell'art. 2415, comma 1, n. 2., c.c., alla luce dell'attuale quadro

normativo tale decisione potrebbe essere rimessa al voto della maggioranza degli obbligazionisti solo attraverso una clausola del regolamento di emissione che attribuisse espressamente tale potere all'assemblea.

Nel capitolo precedente si è giunti a una prima conclusione favorevole circa la possibilità di un ampliamento convenzionale delle competenze dell'assemblea degli obbligazionisti contenuto nel regolamento di emissione, non essendovi ostacoli riconducibili alla natura inderogabile delle norme in materia di organizzazione degli obbligazionisti.

Occorre ora svolgere un approfondimento circa la legittimità e l'opportunità dell'ampliamento della competenze assembleari con particolare riferimento all'ipotesi della decisione sulla conversione del debito in *equity*, anche alla luce degli approdi della dottrina italiana, che tuttavia raramente ha affrontato lo specifico tema.

In chiave comparatistica, saranno esaminate le opposte soluzioni adottate da due ordinamenti stranieri. A uno degli estremi si ritrova il modello liberale del Regno Unito, che consente di modellare nelle condizioni del prestito il contenuto della competenza assembleare; all'altro capo si pone il sistema nordamericano, che tende a limitare a ipotesi di modifiche marginali del prestito il voto vincolante espresso dalla maggioranza degli obbligazionisti; modello del quale saranno poste in luce le differenze rispetto al sistema italiano.

Si giungerà così ad ammettere che la competenza dell'assemblea possa essere estesa, in via pattizia, alla conversione del debito in *equity*, formulandosi altresì una proposta sui requisiti minimi della relativa clausola del regolamento di emissione.

8.1. *(segue): La tesi favorevole all'autonomia nella determinazione delle competenze assembleari.*

In anni recenti la dottrina italiana ha affrontato il tema dell'ampliamento pattizio della competenza dell'assemblea degli obbligazionisti, valutando in particolare la possibilità di devolvere alla volontà della maggioranza dei portatori di obbligazioni decisioni quali la rinuncia al diritto alla percezione del rimborso del capitale o degli interessi e la conversione del prestito in capitale di rischio⁵⁸¹.

In primo luogo sono state ritenute superabili le argomentazioni a sostegno di una pretesa inderogabilità della disciplina relativa alle emissioni obbligazionarie,

⁵⁸¹ La posizione esposta nel prosieguo è quella di L. AUTUORI, *Artt. 2415–2420 c.c.*, cit., 217 ss. Aderisce all'orientamento favorevole ad esplicitare nei regolamenti dei prestiti l'ambito della competenza assembleare anche M. ZACCAGNINI, *Alcune osservazioni in tema di ristrutturazioni di prestiti obbligazionari emessi da società quotate italiane*, cit., 199, con particolare riferimento alla riduzione del valore di rimborso o del tasso di interesse, alla sospensione del pagamento degli interessi, al rimborso anticipato in natura attraverso la consegna di azioni, all'inserimento di clausole di subordinazione, alla modifica dei *covenant* finanziari.

constatando che le norme sull'organizzazione degli obbligazionisti risalgono essenzialmente all'originario impianto codicistico e che il numero ridotto di disposizioni in materia è indice di sistemi giuridici caratterizzati da mercati finanziari non molto evoluti. E' stato evidenziato, inoltre, che l'estensione delle competenze assembleari non costituirebbe soltanto un vantaggio per l'emittente, ma anche per gli obbligazionisti. La possibilità rimessa alla maggioranza degli obbligazionisti di decidere su eventuali modifiche alle condizioni del prestito obbligazionario avrebbe infatti anche la funzione di risolvere un potenziale conflitto di interessi tra maggioranza e minoranza, superando eventuali comportamenti opportunistici.

Si è così pervenuti all'affermazione della possibilità di ampliare in via pattizia le competenze dell'assemblea degli obbligazionisti, sino a includervi la rinuncia alla restituzione di parte del capitale versato e alla corresponsione degli interessi, sia futuri sia maturati, ma non ancora pagati⁵⁸². In tale scenario, la protezione degli obbligazionisti di minoranza è stata ravvisata nell'adozione delle decisioni in assenza di conflitti o di abuso di potere, nella maggioranza qualificata richiesta per l'adozione delle delibere e nel potere di impugnativa della delibera assembleare contraria all'interesse comune di tutti gli obbligazionisti, inteso quale interesse a massimizzare la realizzazione del credito.

Per quanto concerne la possibilità di rimettere all'assemblea degli obbligazionisti la decisione di convertire il debito in *equity* e, dunque, una decisione circa la modifica della causa del rapporto tra società emittente e obbligazionisti, sono state individuate ragioni ostative più rilevanti, prevalentemente legate alla tipicità normativa dei titoli obbligazionari. Alla luce delle innovazioni introdotte dalla riforma del 2003 e, in particolare, del riconoscimento della legittimità delle obbligazioni subordinate e di quelle indicizzate, tuttavia, le differenze tipologiche tra la categoria delle obbligazioni e quella delle azioni possono ritenersi attenuate. Anche con riferimento a tale ipotesi, pertanto, si è giunti a una conclusione favorevole all'ampliamento della competenza assembleare, quale espressione dell'autonomia negoziale delle parti⁵⁸³.

Sotto un diverso profilo, è stato affermato che il regolamento di emissione ben potrebbe esplicitare il potere dell'assemblea degli obbligazionisti di decidere su quelle

⁵⁸² E' stata, invece, negata la possibilità di rinunciare alla restituzione di tutto il capitale di rischio in quanto nessuna conseguenza potrebbe essere peggiore della mancata restituzione del capitale, salvo poi riconoscere un interesse degli obbligazionisti anche in questo caso, laddove la rinuncia alla restituzione del capitale consentisse di sanare una situazione suscettibile di evolvere nel fallimento dell'emittente e nella conseguente revocatoria dei pagamenti fino a quel momento effettuati. Lo stesso Autore conclude, tuttavia, che anche nel caso prospettato sarebbe difficilmente ipotizzabile la sussistenza di un interesse comune a tutti gli obbligazionisti a evitare la revocatoria fallimentare, stante il differente atteggiarsi del requisito della *scientia decoctionis* rispetto ai diversi obbligazionisti; cfr., in tal senso, L. AUTUORI, *Artt. 2415-2420 c.c.*, cit., 217 s., nota 30.

⁵⁸³ Seppur dubitativo, cfr. L. AUTUORI, *Artt. 2415-2420 c.c.*, cit., 222.

modificazioni delle condizioni del prestito che, ad avviso della dottrina, non rientrerebbero nella disponibilità della maggioranza, trattandosi di attribuzione conferita al momento della deliberazione e accettata da ciascun sottoscrittore del prestito all'atto dell'acquisto. Al contempo, è stato ribadito che tali modifiche dovrebbero essere adottate in conformità al principio della parità di trattamento e fondate su un concreto interesse sussistente in capo alla categoria degli obbligazionisti e non al solo emittente⁵⁸⁴.

Altri Autori hanno sostenuto la tesi secondo cui le competenze dell'assemblea degli obbligazionisti potrebbero essere ampliate anche in via statutaria, richiamandosi in particolare l'espressa facoltà prevista con riferimento agli azionisti di risparmio dall'art. 147, comma 4, TUF⁵⁸⁵.

8.2. (segue): *L'orientamento contrario all'ampliamento regolamentare delle competenze assembleari.*

Un primo ostacolo all'ampliamento delle competenze assembleari in ordine alle modificazioni delle condizioni del prestito obbligazionario potrebbe ravvisarsi nell'inderogabilità della relativa disciplina, laddove si ritenesse che si tratti di materia regolata da norme di ordine pubblico⁵⁸⁶.

Argomentazioni contrarie all'ampliamento delle competenze dell'assemblea degli obbligazionisti sono state ravvisate poi nella tipicità dello strumento obbligazionario e nella necessità di tutelare i sottoscrittori e i successivi acquirenti dai rischi derivanti dalla mancata identificazione dei diritti e degli obblighi correlati ai titoli in circolazione⁵⁸⁷.

Un'opinione sfavorevole in merito all'attribuzione, in via pattizia, di maggiori poteri all'assemblea degli obbligazionisti sulle modificazioni delle condizioni del prestito obbligazionario è espressa, in particolare, da chi ritiene che la posizione di obbligazionista si caratterizzi per la presenza di requisiti inderogabili da parte degli stessi⁵⁸⁸. Tali caratteristiche, individuate facendo riferimento alla connotazione giuridica della fattispecie "prestito obbligazionario", comprendono anzitutto l'obbligo

⁵⁸⁴ Cfr. N. CIOCCA, *Gli strumenti finanziari obbligazionari*, cit., 105.

⁵⁸⁵ R. D'AMBROSIO, *Art. 2415 c.c.*, cit., 795; A. COSTA, *Art. 2415 c.c.*, in *Codice commentato delle S.p.A.*, diretto da G. Fauceglia e G. Schiano di Pepe, II**, Torino, 2007, 1073. Per le obiezioni a tale posizione si veda *supra*, Cap. I, par. 6.

⁵⁸⁶ In tal senso cfr. D. PETTITI, *I titoli obbligazionari*, cit., 225, nota 1, il quale ne trae che la sfera di competenza dell'assemblea degli obbligazionisti sulle modificazioni delle condizioni del prestito è esclusiva, dovendosi negare la possibilità di delega al rappresentante comune della facoltà in parola. Tuttavia, per la confutazione dell'obiezione fondata sulla natura di ordine pubblico delle norme cfr. *supra*, Cap. II, in particolare par. 8.

⁵⁸⁷ Lo evidenzia L. AUTUORI, *Artt. 2415-2420 c.c.*, cit., 218.

⁵⁸⁸ Cfr. G. PELLEGRINO, *L'organizzazione degli obbligazionisti*, cit., 127 s., nota 92.

di rimborso, in relazione al quale neppure una riduzione dell'ammontare rientrerebbe nella disponibilità del gruppo. Un secondo requisito tipizzante dell'emissione obbligazionaria è rappresentato dalla suddivisione in titoli di credito di massa, ossia titoli di uguale ammontare e contenuto, da cui deriva l'inammissibilità di una decisione assunta dalla maggioranza degli obbligazionisti mediante la quale la qualifica di titolo di credito e l'omogeneità di contenuto fossero modificati. Un terzo carattere del prestito obbligazionario è l'appartenenza *ex lege* dei titolari delle obbligazioni a un gruppo, che implica l'immodificabilità del contenuto organizzativo della partecipazione⁵⁸⁹.

A sostegno dell'orientamento in esame sembrerebbe deporre, infine, la medesima ragione addotta a fondamento di un'interpretazione restrittiva della formula di cui all'art. 2415, comma 1, n. 2 c.c., ossia la necessità di considerare la possibilità di apportare modifiche al contratto a maggioranza quale deroga di carattere eccezionale al principio consensualistico⁵⁹⁰.

9. *L'approccio del Regno Unito.*

La legislazione inglese, molto spesso applicata agli *eurobond*, si caratterizza per un approccio liberale rispetto all'attribuzione all'assemblea dei *noteholders* del potere di modificare le condizioni del prestito obbligazionario. Di norma, l'assemblea è titolare del potere di rinviare la scadenza o il pagamento degli interessi, modificare la valuta di denominazione, rinunciare al rimborso del capitale o degli interessi⁵⁹¹.

La prassi relativa all'inserimento delle *majority action clauses* nei *trust deeds* risale alla metà dell'800, quale reazione agli abusi di taluni creditori che, al fine di ottenere condizioni migliori, minacciavano di negare il proprio consenso alla rinegoziazione dei termini di pagamento⁵⁹². Oggi i *trust deeds* attribuiscono

⁵⁸⁹ Sul punto si veda G. PELLEGRINO, *L'organizzazione degli obbligazionisti*, cit., 121 ss.

⁵⁹⁰ Principio nel quale ravvisa il fondamento della cautela manifestata degli interpreti N. CIOCCA, *Gli strumenti finanziari obbligazionari*, cit., 100. L'Autrice perviene, tuttavia, alla conclusione favorevole all'estensione delle competenze assembleari in via pattizia.

⁵⁹¹ Cfr. L. AUTUORI, *Artt. 2415–2420 c.c.*, cit., 251 s.; P.R. WOOD, *International Loans, Bonds and Securities Regulation*, cit., 179; M. ZACCAGNINI, *Alcune osservazioni in tema di ristrutturazioni di prestiti obbligazionari emessi da società quotate italiane*, cit., 197 s., il quale puntualizza che le maggioranze richieste per le relative deliberazioni sono specificate nei *terms and conditions* e risultano generalmente stabilite dai mercati di quotazione dei titoli.

⁵⁹² Cfr. M. MEGLIANI, *Debitori sovrani e obbligazionisti esteri*, cit., 70 s. L'origine di tali clausole è da rintracciarsi verosimilmente in un *trust deed* predisposto nel 1879 dal *barrister* inglese Francis Beaufort Palmer e successivamente riprodotto nella sua raccolta di *Company Precedents*; ne riferisce D.F. BILLYOU, *Corporate Mortgage Bonds and Majority Clauses*, cit., 595. Palmer riteneva, infatti, che simili clausole potessero tutelare la maggioranza dalla tirannia della minoranza degli obbligazionisti.

comunemente il potere di emendare le clausole sui pagamenti a una maggioranza rappresentativa del 75% del valore dell'emissione⁵⁹³.

La possibilità per la maggioranza degli obbligazionisti di vincolare la minoranza sulle decisioni assunte, tuttavia, è soggetta a taluni limiti, primo fra tutti la necessità di agire a beneficio dell'intera categoria⁵⁹⁴. Inoltre, una recente sentenza relativa a un'operazione di *exit consent* ha fissato dei principi generali in materia⁵⁹⁵.

Il caso *Assenagon*⁵⁹⁶, in particolare, riguarda la vicenda di taluni *noteholders* cui era stato proposto lo scambio dei titoli subordinati di cui erano in possesso a fronte di nuovi titoli di valore inferiore, non subordinati. Al contempo, gli investitori aderenti all'offerta avrebbero dovuto acconsentire, nel corso di un'assemblea dei *noteholders* all'uopo convocata, all'approvazione di una deliberazione che attribuiva all'emittente il diritto di riscattare le *notes* rimaste per un ammontare irrisorio⁵⁹⁷. Sebbene la corte inglese abbia riconosciuto che il *trust deed* autorizzava una maggioranza qualificata ad assumere una decisione vincolante per la minoranza sull'abrogazione di tutti i diritti dei *noteholders*, la deliberazione proposta, sostanzialmente volta ad azzerare il valore delle *notes*, è stata giudicata non soltanto oppressiva, ma anche ingiustamente pregiudizievole nei confronti della minoranza e, pertanto, illegittima⁵⁹⁸. In conclusione, il potere della maggioranza degli obbligazionisti di vincolare la minoranza deve essere esercitato *bona fide* nell'interesse della categoria dei portatori

⁵⁹³ Si tratta nella maggior parte dei casi di un *quorum* deliberativo, sebbene sia talora disposto che su un *quorum* costitutivo del 75% (ovvero del 25% in seconda convocazione) si applichi il *quorum* deliberativo del 75%; cfr. S.J. GALVIS-A.L. SAAD, *Collective Action Clauses: Recent Progress and Challenges Ahead*, in *Geo. J. Int'l L.*, 2004, 719; M. MEGLIANI, *Debitori sovrani e obbligazionisti esteri*, cit., 71, nota 41.

⁵⁹⁴ Cfr. A. VIDEON-J. TURNER, OLSWANG LLP, *Restructuring Bonds: Legal Issues Under English Law*, in *The International Comparative Legal Guide to: Corporate Recovery & Insolvency 2015*⁹, cit., 6. Le corti inglesi in proposito richiamano spesso una decisione resa dal Privy Council on appeal del Canada, *British America Nickel Corp v MJ O'Brien Ltd* [1927] AC 369, laddove Viscount Haldane, nel motivare la decisione, affermò che sussiste una restrizione nei poteri esercitati dalla maggioranza di una categoria al fine di vincolare la minoranza. L'esercizio di tali poteri è, infatti, subordinato a un principio generale, in base al quale il potere deve essere esercitato a vantaggio della categoria nella sua interezza e non solo dei singoli individui.

⁵⁹⁵ L'*exit consent* è una tecnica utilizzata per convincere gli obbligazionisti a scambiare le loro obbligazioni con titoli di nuova emissione soggetti a condizioni diverse. Gli obbligazionisti che accettano lo scambio si impegnano, allo stesso tempo, a votare a favore di una delibera che modifica le condizioni del prestito preesistente in termini sfavorevoli. Ne consegue che l'obbligazionista che non partecipi allo scambio rischia la svalutazione dei propri titoli. Una più approfondita analisi della tecnica dell'*exit consent* e sulla legittimità della stessa nello scenario statunitense, ove è ampiamente utilizzata, sarà effettuata nei successivi paragrafi.

⁵⁹⁶ *Assenagon Asset Mgmt. S.A. v. Irish Bank Resolution Corp. Ltd*, cit.

⁵⁹⁷ Pari a € 0,01 per *notes* preesistenti di valore nominale pari a € 1000.

⁵⁹⁸ *Briggs J* ha concluso che l'*exit consent* non è né più, né meno che una minaccia coercitiva che l'emittente invita la maggioranza a imporre alla minoranza. La sua unica funzione è l'intimidazione di una potenziale minoranza, fondata sul timore di ciascun individuo che, rifiutando lo scambio, sarà abbandonato a se stesso. *Id.*, 84.

di obbligazioni nel loro complesso e non in una maniera oppressiva o iniqua per la minoranza⁵⁹⁹.

Un'altra nota vicenda decisa dalle corti inglesi, con esiti del tutto dissimili, è il caso *Azevedo*⁶⁰⁰. La questione in esame, più propriamente, riguardava la legittimità nell'ordinamento inglese della *consent solicitation*, una tecnica con cui l'emittente mira a sollecitare e procurare voti a sostegno di una proposta di ristrutturazione finanziaria offrendo (ed effettuando) pagamenti in danaro agli obbligazionisti che voteranno in favore della proposta stessa. In questo caso la corte non ha riscontrato una preordinata discriminazione nei confronti di una minoranza, dal momento che il pagamento del corrispettivo pattuito era stato reso disponibile a tutti gli appartenenti alla categoria e ha, pertanto, concluso che l'operazione non fosse incompatibile con il diritto societario inglese.

Per quanto concerne, invece, le tecniche formali di ristrutturazione del debito, tra le procedure più utilizzate per la conversione del debito in *equity* vi sono gli *schemes of arrangement*, che consentono di vincolare all'accordo raggiunto anche i creditori assenti o dissenzienti⁶⁰¹, mentre è meno frequente l'utilizzo dei *company voluntary arrangements*, non dotati della stessa efficacia vincolante⁶⁰².

10. Il modello statunitense. Le emissioni obbligazionarie negli Stati Uniti.

Nel sistema nordamericano, i prestiti obbligazionari sono regolati dalle previsioni di un *trust indenture*⁶⁰³, un contratto stipulato tra la società emittente *bonds* o *debentures*⁶⁰⁴ e un *trustee* per gli obbligazionisti, che delinea i diritti dell'emittente e dei titolari⁶⁰⁵. Il *trust indenture* si compone di due parti: la prima descrive obblighi e limitazioni dell'emittente, la seconda contiene disposizioni relative ai diritti degli

⁵⁹⁹ *Id.*, 6.

⁶⁰⁰ *Azevedo and another v. Imcopa Importação, Exportação E Indústria De Oleos Ltda and others*, cit.

⁶⁰¹ Per approfondimenti cfr. *supra* par. 5.1.

⁶⁰² Cfr. K. CLOWRY, *Debt-to-Equity Conversion in the UK and Europe*, in *European Company Law*, 2010, 53 s.

⁶⁰³ In realtà, nella prassi è rinvenibile una differenza tra *loan agreement* e *trust indenture*. I *loan agreements* sono contratti stipulati tra una società emittente *long-term notes* e i possessori, generalmente relativi a emissioni che coinvolgono un numero ridotto di prestatori. Di contro, i *trust indentures* agevolano la raccolta di piccoli ammontari di denaro da un elevato numero di prestatori, a condizioni omogenee, rimettendo l'attività di amministrazione e di tutela a una sola persona, l'*indenture trustee*; cfr. W.W. BRATTON JR., *The Interpretation of Contracts Governing Corporate Debt Relationships*, in *Cardozo L. Rev.*, 1984, 371 nota 1.

⁶⁰⁴ Nel sistema statunitense esiste una precisa differenza tra *bonds* e *debentures*: mentre i primi sono titoli a lungo termine garantiti, i secondi non sono garantiti. Tuttavia, ai fini della analisi in questa sede condotta, non è necessario soffermarsi sulla distinzione.

⁶⁰⁵ Cfr. W.W. BRATTON JR., op. loc. ult. cit.; *UPIC & T Co. v. Kinder-Care Learning Ctrs., Inc.*, 793 F. Supp. 448 (S.D.N.Y. 1992).

obbligazionisti in caso di violazione delle condizioni previste e disciplina il rapporto tra *the indenture trustee* e gli obbligazionisti. Il *trust indenture*, inoltre, regola il procedimento di modifica dell'*indenture* e la tutela del diritto di conversione⁶⁰⁶.

Quando le obbligazioni sono offerte o vendute al pubblico, il relativo *indenture* deve essere conforme alle previsioni del *Trust Indenture Act* (TIA), se sono utilizzati mezzi di commercio interstatale⁶⁰⁷. Il TIA è stato introdotto nel 1939, quale emendamento al *Securities Act*⁶⁰⁸, in seguito a uno studio sulle riorganizzazioni societarie commissionato alla *Securities and Exchange Commission*⁶⁰⁹ per le seguenti finalità: fornire un'informativa completa e corretta nel corso della vita dei titoli; procurare gli strumenti idonei ad assicurare tale informativa continuativa ai possessori di titoli e dare loro la possibilità di operare congiuntamente per la tutela dei propri interessi; assicurare che i portatori di titoli beneficiassero dell'attività di un *indenture trustee* indipendente e rispondente a elevati standard di condotta⁶¹⁰. Nell'intenzione del legislatore, tali obiettivi sarebbero stati perseguiti fissando standard obbligatori a cui i *trust indentures* avrebbero dovuto conformarsi. Nel 1954 e, in maniera più incisiva, nel 1990, il TIA è stato oggetto di riforme volte a una modernizzazione delle norme contemplate. Uno dei principali effetti della riforma del 1990 è stato quello di semplificare l'adeguamento ai requisiti delle Sections 310-317, prevedendo che tali disposizioni impongono obblighi direttamente applicabili agli *indentures* soggetti al TIA⁶¹¹. Di conseguenza, è stata eliminata la necessità del controllo degli *indentures* mirante ad assicurarne la conformità alle suddette disposizioni⁶¹². Al contempo, la riforma del 1990 ha riconosciuto alla SEC più ampi poteri di esenzione con riferimento a tutte le previsioni del TIA, al fine di garantire flessibilità rispetto a futuri sviluppi⁶¹³.

Anche laddove il prestito obbligazionario non ricada nell'ambito di applicazione del TIA, è regolato da un *indenture*, stipulato dalla società emittente e da un *trustee*, le cui clausole sono, potenzialmente, liberamente negoziate. Tuttavia,

⁶⁰⁶ Cfr. T.L. HAZEN, *Securities Regulation*, Chicago, 2011, 428.

⁶⁰⁷ Cfr. G.P. LANDER, *U.S. Securities Law for International Financial Transactions and Capital Markets*², St. Paul, 2013, 4-59.

⁶⁰⁸ Il *Securities Act* costituisce il Titolo I; il Titolo II, non più in vigore, è il *Corporation of Foreign Bondholders Act*, mentre il *Trust Indenture Act* rappresenta il Titolo III della legge.

⁶⁰⁹ Cfr. U.S. SEC. & EXCH. COMM'N, *Report on the Study and Investigation of the Work, Activities, Personnel and Functions of Protective and Reorganization Committees*, Washington, 1936-1940. Nel momento in cui il *Securities Exchange Act* del 1934 fu emanato, il Congresso sollecitò la SEC a effettuare tale studio e a elaborare un report con le sue conclusioni entro il 3 Gennaio 1936; cfr. L. LOSS-J. SELIGMAN-T. PAREDES, *Fundamentals of Securities Regulation*⁶, New York, 2011, 2.

⁶¹⁰ S. Rep. N. 76-248, 1939, 1 s.; H. R. Rep. N. 76-1016, 1939, 25.

⁶¹¹ Trust Indenture Act § 318 (c), 15 U.S.C. § 77rrr (c) (2012).

⁶¹² Cfr. L. LOSS-J. SELIGMAN-T. PAREDES, *Fundamentals of Securities Regulation*⁶, cit., 50 s.

⁶¹³ S. Rep. N. 101-155, 1989, 29 s.

l'*American Bar Association* ha formulato un modello standard di *indenture*, che risulta ampiamente adottato⁶¹⁴.

10.1. (*segue*): *La Section 316 (b) del Trust Indenture Act. Origini storiche e contenuto.*

La Section 316 (b) del TIA contiene un divieto di pregiudicare i diritti degli obbligazionisti espresso nei seguenti termini⁶¹⁵:

Notwithstanding any other provision of the indenture to be qualified, the right of any holder of any indenture security to receive payment of the principal of and interest on such indenture security, on or after the respective due dates expressed in such indenture security, or to institute suit for the enforcement of any such payment on or after such respective dates, shall not be impaired or affected without the consent of such holder, except as to a postponement of an interest payment consented to as provided in paragraph (2) of subsection (a) of this section⁶¹⁶, and except that such indenture may contain provisions limiting or denying the right of any such holder to institute any such suit, if and to the extent that the institution or prosecution thereof or the entry of judgment therein would, under applicable law, result in the surrender, impairment, waiver, or loss of the lien of such indenture upon any property subject to such lien.

La disposizione contiene una regola che mira a tutelare il diritto fondamentale degli obbligazionisti alla percezione del capitale e degli interessi sia sotto un profilo sostanziale sia sotto un profilo processuale, nonché due limitate eccezioni.

In primo luogo, la Section 316 (b) del TIA impone il consenso individuale di ciascun obbligazionista per intaccare il suo diritto sostanziale a ricevere il rimborso del capitale e gli interessi alle scadenze prestabilite. Al contempo, da un punto di vista processuale, il consenso individuale è altresì richiesto qualora possa risultare inficiato il diritto di agire in giudizio allo scopo di ottenere il pagamento delle somme dovute⁶¹⁷. Tale disposizione neutralizza le c.d. “no action clauses”, ossia quelle

⁶¹⁴ AMERICAN BAR ASSOCIATION, *Revised Model Simplified Indenture*, cit., 1115. La prima versione del modello è rappresentata dal *Model Simplified Indenture*, cit., 741.

⁶¹⁵ Un divieto analogo è contenuto nel § 6.07 del *Revised Model Simplified Indenture* citato.

⁶¹⁶ Ai sensi della disposizione richiamata, l'*indenture* “may contain provisions authorizing the holders of not less than 75 per centum in principal amount of the indenture securities or if expressly specified in such indenture, of any series of securities at the time outstanding to consent on behalf of the holders of all such indenture securities to the postponement of any interest payment for a period not exceeding three years from its due date”.

⁶¹⁷ “Bondholders had absolute right to bring action to recover past-due interest, regardless of whether action was regarded as one under their notes or under the indenture, pursuant to statutorily required exception to “No Action” clause in indenture authorizing suits to recover past-due principal and interest. Trust Indenture Act of 1939, § 316 (b), as amended, 15 U.S.C.A. § 77ppp(b)”; cfr. In re

clausole che attribuiscono il diritto di far valere le previsioni dell'*indenture* solo a una certa percentuale di obbligazionisti, ovvero che legittimano il *trustee* a promuovere un'azione nell'interesse degli obbligazionisti⁶¹⁸.

Le regole appena descritte sono mitigate da due concessioni: la prima eccezione riguarda il mero rinvio del pagamento di interessi fino a tre anni dalla scadenza, che può essere autorizzato da una maggioranza degli obbligazionisti pari al 75% del valore nominale dei titoli; la seconda fa riferimento alla possibilità che l'*indenture* contenga limitazioni al diritto di promuovere un'azione giudiziaria, che avrebbe l'effetto di compromettere o provocare la perdita di un vincolo dell'*indenture* su una proprietà.

Al fine di individuare la corretta interpretazione della disposizione, appare utile esaminare l'origine della regola, anche attraverso i lavori preparatori e il dibattito che ne ha preceduto l'introduzione⁶¹⁹.

Il TIA fu emanato nel 1939, quale legge federale dell'epoca della Grande Depressione mirante a colmare le lacune degli *indentures*. Con particolare riferimento alla Sec. 316(b), occorre sottolineare che le prime versioni della disposizione erano piuttosto differenti rispetto a quella attuale. In effetti, non era espressamente richiesto il consenso individuale di ciascun obbligazionista per intaccare il suo diritto sostanziale a ottenere il rimborso del capitale e il pagamento degli interessi, ma si garantiva solo il diritto processuale di agire in giudizio, nonostante eventuali limitazioni imposte dalle *no action clauses*.

La formulazione proposta nel 1937⁶²⁰, così come quella del 1938⁶²¹ e la prima versione del 1939⁶²² erano incentrate sul diritto dei portatori di obbligazioni di

Envirodyne Indus., Inc., 174 B.R. 986, 996 (Bankr. N.D. Ill. 1994). Si veda anche G.W. SHUSTER JR., *The Trust Indenture Act and International Debt Restructurings*, in *Am. Bankr. Inst. L. Rev.*, 2006, 435.

⁶¹⁸ MeehanCombs Glob. Credit Opportunities Funds, LP v. Caesars Entm't Corp., 80 F. Supp. 3d 507, 513-514 (S.D.N.Y. 2015).

⁶¹⁹ Per un'analisi approfondita della storia della Section 316 (b) del TIA, si veda Marblegate Asset Mgmt., LLC v. Educ. Mgmt. Corp., 111 F. Supp. 3d 542, 547-553 (S.D.N.Y. 2015), *appeal docketed*, Nos. 15-2124 & 15-2141 (2d Cir. Jul. 2, 2015).

⁶²⁰ "The indenture to be qualified shall contain such provisions as the Commission shall deem necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors in respect of the following matters –[*omissis*] (5) The rights, powers, and remedies of the *indenture* security holders and the manner in which and conditions upon which such rights, powers and remedies may be exercised, including the right and power of the *indenture* security holders with respect to accountings by the indenture trustee, bringing action to collect the principal of and interest upon the *indenture* securities at their respective due dates, and calling and holding meetings of the *indenture* security holders and taking action at such meetings". (Trust Indenture Act of 1937, S. 2344, 75th Cong. § 7(m)(5) (1st Sess. 1937) (*Regulation of Sale of Securities: Hearing on S. 2344 Before a Subcomm. of the Comm. on Banking and Currency*, 75th Cong. 12 (1937)).

⁶²¹ The indenture to be qualified shall contain provisions which the Commission deems adequate, having due regard to the public interest and the interest of investors, with respect to the following matters - –[*omissis*] (3) The rights, powers, and remedies of the indenture security holders and the manner in which and conditions upon which such rights, powers, and remedies may be exercised, including the rights, powers, and remedies of the indenture security holders with respect to

promuovere un'azione, conferendo alla SEC il potere regolamentare di imporre la presenza di specifiche previsioni dell'*indenture* in materia. Solo durante le audizioni del Senato del 1939 il testo fu modificato, sotto due profili: da un lato, attraverso l'introduzione del diritto sostanziale di ciascun obbligazionista di ricevere il pagamento del capitale e degli interessi, dall'altro, attraverso il passaggio dall'attribuzione di un potere discrezionale alla SEC di richiedere la previsione di determinate clausole a un modello in cui le previsioni obbligatorie dell'*indenture* sono individuate dalla legge⁶²³.

La *ratio* della norma è rinvenibile nel report della SEC del 1936⁶²⁴, che precedette l'introduzione del TIA, nonché nei discorsi di William O. Douglas, il principale autore del report della SEC, e nelle audizioni della Camera e del Senato⁶²⁵.

(A) accountings by the indenture trustee, (B) bringing action to collect the principal of and interest upon the indenture securities upon their respective due dates, and (C) calling and holding meetings of the indenture security holders and taking action at such meetings. The indenture to be qualified may contain provisions authorizing the holders of not less than a majority in principal amount of the indenture securities at the time outstanding to consent to the postponement of any interest payment for a period not exceeding one year from its due date, or to the waiver of any default and its consequences, except a default in the payment of the principal of any indenture security upon the date of maturity specified therein, and except that a default in the payment of interest shall not be waived unless payment of all arrears of interest not so postponed shall have been made or provided for. [omissis]" (Trust Indenture Act of 1938, H.R. 10292, 75th Cong. § 7(m)(3) (3rd Sess.1937) (*Trust Indentures: Hearings on H.R. 10292 Before the Committee on Interstate and Foreign Commerce, 75th Cong. 12-13 (1938)*)).

⁶²² "The indenture to be qualified shall contain provisions which the Commission deems adequate, having due regard to the public interest and the interest of investors, with respect to the rights, powers, and remedies of the indenture security holders and the manner in which and conditions upon which such rights, powers, and remedies, may be exercised, including the rights, powers, and remedies of the indenture security holders with respect to—

(a) accountings by the indenture trustee,

(b) bringing action to collect the principal of and interest upon the indenture securities upon their respective due dates and

(c) calling and holding meetings of the indenture security holders and taking action at such meetings. [omissis]" Trust Indenture Act of 1939, S. 477, 76th Cong. § 314(b) (1st Sess.1939) (*Trust Indenture Act: Hearing on S. 477 Before the Subcomm. on Securities and Exchange of the Comm. on Banking and Currency, 76th Cong. 14 (1939)*)).

⁶²³ "The indenture to be qualified shall provide that, notwithstanding any other provision thereof, the right of any holder of any indenture security to receive payment of the principal of and interest on such indenture security, on or after the respective due dates expressed in such indenture security, or to institute suit for the enforcement of any such payment on or after such respective dates, shall not be impaired or affected without the consent of such holder, except as to a postponement of an interest payment consented to as provided in subsection (a)". (Trust Indenture Act of 1939, H.R. 5220, 76th Cong. § 316 (b) (1st Sess.1939) (*Trust Indentures: Hearings on H.R. 2191 and H.R. 5220 Before a Subcomm. of the Comm. On Interstate and Foreign Commerce, 76th Cong. 31 (1939)*)).

⁶²⁴ Cfr. U.S. SEC. & EXCH. COMM'N, *Report on the Study and Investigation of the Work, Activities, Personnel and Functions of Protective and Reorganization Committees*, cit.

⁶²⁵ Molti sono i temi trattati in tali documenti che sarebbero rilevanti a questo scopo, ma, per esigenze di sintesi, solo pochi passaggi saranno richiamati.

La disamina di tali documenti rivela che la disposizione fu emanata al fine di prevenire comportamenti opportunistici di *insiders* e *quasi-insiders*, che avrebbero condotto alla rovina del prestito obbligazionario nell'interesse degli stessi *insiders*⁶²⁶. Questo timore, verosimilmente, traeva origine dal verificarsi, all'epoca, di casi in cui, in virtù di previsioni contenute nell'*indenture* che consentivano a una determinata maggioranza di obbligazionisti di vincolare la minoranza su modifiche relative ai loro diritti, gli *insiders*, agendo nella veste di obbligazionisti di maggioranza, avevano tentato di frodare la minoranza⁶²⁷.

Muovendo dal report della SEC, la Commissione si sofferma sulle previsioni contemplate dagli *indentures* esistenti, che consentivano una riorganizzazione negoziale approvata dall'assemblea degli obbligazionisti o, semplicemente, che l'assenso di una certa percentuale degli obbligazionisti fosse sufficiente per una modifica delle condizioni del prestito⁶²⁸. La SEC considerò gli argomenti favorevoli all'utilità e alla valenza di simili previsioni, ma giunse alla conclusione che "if these provisions come into vogue and no controls are set up over them, the next cycle of reorganizations will take place on a voluntary basis without supervision of any court or

⁶²⁶ Per tale rilievo, cfr. M.J. ROE, *The Voting Prohibition*, cit., 251 s.; UPIC & T Co. v. Kinder-Care Learning Ctrs., Inc., cit.; MeehanCombs Glob. Credit Opportunities Funds, LP v. Caesars Entm't Corp., cit. Si vedano anche *Bank of New York v. First Millennium, Inc.*, 607 F.3d 905, 917 (2d Cir. 2010); *In re Board of Directors of Multicanal S.A.*, 307 B.R. 384, 388, 391-92 (Bankr. S.D.N.Y. 2004). La Commissione si concentra soprattutto sul conflitto di interessi del *protective committee* dominato e controllato dal management; cfr. U.S. SEC. & EXCH. COMM'N, *Report on the Study and Investigation of the Work, Activities, Personnel and Functions of Protective and Reorganization Committees, Part II: Committees and Conflicts of Interest*, Washington, 1937, 162 s. Cfr. anche W.O. DOUGLAS, *Protective Committees*, cit., 203 ss.

⁶²⁷ In *Hackettstown Nat'l Bank v. D.G. Yuenglin Brewing Co.*, cit., la Corte, fondando la propria decisione sulla mancanza di buona fede – che è imposta dalla comunione di interessi – e richiamando numerosi casi decisi dalle corti inglesi, affermò che "a vote at a meeting of bondholders, sanctioning a modification of the rights of the bondholders, passed by the corrupt majority for the purpose of effectuating such a collusive consent, is not within the power contemplated by the provision in the trust deed". Deve essere pertanto evidenziato che, pure in assenza di uno specifico divieto di clausole dell'*indenture* che autorizzassero la maggioranza degli obbligazionisti a vincolare la minoranza sulla modifica dei termini fondamentali del prestito obbligazionario, la Corte aveva efficacemente riconosciuto adeguata tutela agli obbligazionisti di minoranza, fornendo una corretta interpretazione della clausola e applicandola alla luce della buona fede. Un altro importante caso soggetto alla disciplina antecedente all'introduzione del TIA è *Aladdin Hotel Co v. Bloom*, 200 F.2d 627 (8th Cir. 1953) (sebbene il caso sia stato deciso nel 1953, attiene a un prestito obbligazionario emesso nel 1938 e, perciò, non regolato dal TIA). In questo caso, al contrario, la Corte stabilì che la modificazione era stata effettuata in stretta conformità al contratto e non ravvisò "substantial evidence warranting a finding of bad faith, fraud, corruption or conspiracy" dei titolari della maggioranza delle obbligazioni, che erano al contempo titolari della maggioranza del capitale della società.

⁶²⁸ Cfr. U.S. SEC. & EXCH. COMM'N, *Report on the Study and Investigation of the Work, Activities, Personnel and Functions of Protective and Reorganization Committees, Part VI: Trustees under Indentures*, Washington, 1936, 143 ss.

administrative agency”⁶²⁹. Un ulteriore aspetto, posto in risalto dalla SEC, riguardava la scarsa informazione degli investitori individuali ovvero la loro incapacità di interpretare correttamente le informazioni ricevute⁶³⁰.

William O. Douglas ebbe modo di esprimere il proprio punto di vista in diverse occasioni⁶³¹. In particolare, durante le audizioni alla Camera del 25 Aprile 1938, in risposta a commenti critici, si soffermò sul tema dell'impossibilità di modificare l'*indenture*, dal momento che la disposizione richiedeva il consenso unanime degli obbligazionisti. Secondo Douglas, le modificazioni non dovevano considerarsi precluse, con la sola eccezione dei casi in cui la maggioranza avesse inteso costringere un obbligazionista dissenziente ad accettare una riduzione ovvero una proroga della scadenza del suo credito. Egli chiarì inoltre che “[e]vasion of judicial scrutiny of the fairness of debt-readjustment plans is prevented by this exception”⁶³². Tale posizione fu ripresa dalle relazioni di Camera e Senato sul testo di legge del 1939⁶³³.

Infine, occorre richiamare la posizione di Edmund Burke, Vice Direttore della Divisione Riorganizzazione della SEC, il quale spiegò che, con l'acquisto di un titolo

⁶²⁹ Cfr. U.S. SEC. & EXCH. COMM’N, *Report on the Study and Investigation of the Work, Activities, Personnel and Functions of Protective and Reorganization Committees, Part VI: Trustees under Indentures*, cit., 150. L’analisi della SEC, in definitiva, non sembra suggerire l’introduzione di un rigido divieto per tali clausole. In effetti, la Commissione rileva che questo tipo di clausole ha dato luogo ad abusi e problemi, ammettendo tuttavia, al contempo, che possono risolvere alcuni difficoltà della riorganizzazione. Inoltre, nelle sue conclusioni, la SEC rinvia a successive proposte su “control and supervision over these indenture provisions”.

⁶³⁰ U.S. SEC. & EXCH. COMM’N, *Report on the Study and Investigation of the Work, Activities, Personnel and Functions of Protective and Reorganization Committees, Part II: Committees and Conflicts of Interest*, cit., 1. Ad avviso di W.O. DOUGLAS, *Protective Committees*, cit., 199, “the average investor does not possess the training, the experience, or the skill” richieste dai problemi sussistenti nelle operazioni di riorganizzazione.

⁶³¹ Si veda la sua opinione resa in *Case v. L.A. Lumber Prods. Co.*, 308 U.S. 106 (1939) (Douglas L.); M.J. ROE, *The Voting Prohibition*, cit., 253.

⁶³² Trust Indenture Act of 1938, H.R. 10292, 75th Cong. (3rd Sess. 1937) (*Trust Indentures: Hearings on H.R. 10292*, cit., 35 (audizione di W.O Douglas, Presidente, Securities and Exchange Commission)). Occorre evidenziare che Douglas si riferiva al testo contenuto nella Section 7(m)(3) del Trust Indenture Act del 1938, cfr. *supra* nota 621. All’incirca le stesse parole sono contenute nelle affermazioni di E. Burke, Vice Direttore della Divisione Riorganizzazione della SEC con riferimento alla Section 316 (b) della versione finale del TIA; (Trust Indenture Act of 1939, H.R. 5220, 76th Cong. (1st Sess. 1939) (*Trust Indentures: Hearings on H.R. 2191 and H.R. 5220*, cit., 219).

⁶³³ “Under subsection (b), the indenture must provide that, except as to an interest postponement so consented to, the right of any indenture security holder to receive his principal when due and to bring suit therefore may not be impaired without his consent. Evasion of judicial scrutiny of the fairness of debt-readjustment plans is prevented by this prohibition. Until comparatively recently, a prohibition of this sort was perfectly standard in note and bond indentures. In many states it is necessary in order to preserve the negotiability of the notes or bonds; in other it is necessary if the notes or bonds are to be legal investments for insurance companies, savings banks and the like. This prohibition does not prevent the majority from binding dissenters by other changes in the indenture or by a waiver of other defaults, and the majority may of course consent to alterations of its own rights” (H.R. Rep. 76–1016, 56 (1939); S. Rep. No. 76–248, 26–27 (1939)).

obbligazionario, un investitore acquista il diritto di ottenere un certo ammontare alla scadenza prevista e la Section 316 (b) afferma che “he shall not be deprived of that individual right without his consent”⁶³⁴.

Il breve esame, condotto in chiave storica, dell’evoluzione del testo della norma e del dibattito che ha accompagnato l’introduzione della Section 316(b) TIA dimostra che lo scopo primario e iniziale della norma fu quello di assicurare agli obbligazionisti il diritto, di natura processuale, di agire in giudizio per il rimborso del capitale e degli interessi relativi al prestito obbligazionario, eliminando possibili restrizioni imposte dalle *no action clauses*. La successiva introduzione del diritto sostanziale di ricevere il pagamento appare principalmente legata alla diffidenza nei confronti di forme private di ristrutturazione. Le esperienze precedenti avevano, infatti, dimostrato il fallimento delle rinegoziazioni sotto il profilo dell’effettiva tutela dei diritti degli obbligazionisti che, a quel tempo, erano prevalentemente investitori individuali. L’intento del legislatore era, dunque, quello di proteggere gli obbligazionisti, sottraendoli all’insidiosa area delle ristrutturazioni stragiudiziali per condurli verso il porto sicuro della procedura fallimentare⁶³⁵. In questa prospettiva, il fallimento non era visto come un’alternativa da evitare, bensì come la sede ideale per valutare un piano di ristrutturazione, dal momento che avrebbe implicato il controllo giudiziale dei tribunali fallimentari federali. Alla stregua di tale forma paternalistica di tutela, le ristrutturazioni stragiudiziali furono sostanzialmente bandite ai sensi della Section 316 (b) del TIA, senza effettuare alcuna distinzione tra accordi potenzialmente favorevoli per le parti e rinegoziazioni svantaggiose per gli obbligazionisti.

10.2. (segue): La Section 316 (b) nell’interpretazione giurisprudenziale.

Nel corso degli ultimi settantotto anni, molti giudici hanno interpretato e applicato la previsione di cui alla Section 316(b) del TIA.

Nonostante le peculiarità di ciascuna decisione, in linea di principio possono essere individuati due diversi orientamenti⁶³⁶. Da una parte, alcune corti hanno adottato un’interpretazione restrittiva della norma, limitandola alla tutela del diritto processuale di agire in giudizio e alla salvaguardia del solo interesse attuale

⁶³⁴ Trust Indenture Act of 1939, H.R. 5220, 76th Cong. (1st Sess.1939) (*Trust Indentures: Hearings on H.R. 2191 and H.R. 5220*, cit., 285 (affermazione di E. Burke Jr., Vice Direttore della Divisione Riorganizzazione della SEC Assistant Director). Egli sottolineò, inoltre, che alla maggioranza degli obbligazionisti sarebbe consentito accettare una proroga nel pagamento degli interessi e che tale decisione sarebbe vincolante per loro.

⁶³⁵ Si veda anche *Brady v. UBS Financial Services, Inc.*, 538 F.3d 1319, 1325 (10th Cir. 2008): “[i]n practice, the provision tends to force recapitalizations into bankruptcy court because of the difficulty of completing a consensual workout”.

⁶³⁶ Cfr. M. RIELA, *Don't Forget About Trust Indenture Act When Restructuring Public Debt Securities Out of Court*, in *Am. Bankr. Inst. J.*, 2015, 85.

dell'obbligazionista. Dall'altra parte si pongono quelle decisioni che hanno optato per un'interpretazione più ampia del divieto, leggendo il relativo ambito di applicazione come comprensivo di ogni danno potenziale ai diritti dell'obbligazionista. Quest'ultimo, in particolare, è il punto di vista cui hanno aderito le decisioni più recenti.

Muovendo dal primo filone, in *UPIC*⁶³⁷, in applicazione della Section 316(b) del TIA, la Corte ha riconosciuto il diritto processuale dell'attore a citare in giudizio la società emittente per recuperare il capitale e gli interessi relativi ai titoli posseduti⁶³⁸. Al contempo, i giudici hanno affermato che la clausola di subordinazione contenuta in un *indenture* è immediatamente opponibile ai portatori di strumenti finanziari, dal momento che serve a proteggere i diritti dei titolari di debito "senior" senza pregiudicare il diritto assoluto e incondizionato dei portatori di strumenti finanziari al pagamento nei termini previsti dall'*indenture*.

In *Magten*⁶³⁹, la società emittente aveva trasferito i suoi beni alla società madre insolvente, la quale aveva assunto le obbligazioni della controllata derivanti dall'*indenture*. In questo caso, sorprendentemente, la Corte ha negato che i diritti dell'obbligazionista potessero ritenersi lesi, evidenziando che la Section 316(b) "applies to the holder's *legal* rights and not the holder's *practical* rights to the principal and interest itself"⁶⁴⁰.

Una conclusione simile è stata raggiunta in *YRC*⁶⁴¹, un caso relativo a una proposta di ristrutturazione avanzata dall'emittente. Nello specifico, ai titolari era offerto uno scambio di obbligazioni per capitale, richiedendosi al contempo il consenso alla rimozione di due sezioni dell'*indenture*⁶⁴²: la prima prevedeva l'obbligo dell'emittente di riacquistare i titoli in occasione di tre diverse scadenze; la seconda precludeva all'emittente operazioni di fusione ovvero il trasferimento, nella sostanza, di tutti i suoi beni a un'altra entità senza l'assunzione delle obbligazioni derivanti dai titoli emessi.

Con riferimento alla prima, la Corte affermò che, in conformità alla Section 316 (b) del TIA, la cancellazione avrebbe dovuto considerarsi preclusa in assenza di

⁶³⁷ *UPIC & T Co. v. Kinder-Care Learning Ctrs., Inc.*, cit.

⁶³⁸ In questo caso, essendosi verificate talune condizioni previste dall'*indenture*, la società emittente avrebbe dovuto riacquistare da UPIC le *notes* per un ammontare pari al capitale e agli interessi maturati.

⁶³⁹ *Magten Asset Mgmt. Corp. v. Nw. Corp. (In re Nw. Corp.)*, 313 B.R. 595 (Bankr. D. Del. 2004).

⁶⁴⁰ *Id.*, 600.

⁶⁴¹ *YRC Worldwide Inc. v. Deutsche Bank Tr. Co. Ams.*, No. 10-2016-JWL, 2010 WL 2680336 (D. Kan. July 1, 2010).

⁶⁴² La società emittente aveva ottenuto il consenso di un numero di titolari superiore al 99% per ciascuna serie di *notes*, ma non il consenso unanime richiesto dalla Section 316(b) del TIA.

consenso unanime⁶⁴³. La stessa Corte, tuttavia, richiamando il precedente *Magten*, statui che, sebbene l'eliminazione della seconda sezione avrebbe potuto rendere più complesso ottenere il pagamento direttamente da parte dall'emittente, questa non costituiva violazione della Section 316 (b) del TIA, non inficiando il “*legal right*” del titolare a ricevere il pagamento.

Il secondo filone, che ha condotto a un'interpretazione più ampia della Section 316 (b), fu inizialmente adottato in un solo caso, ma è stato di recente ripreso da alcune dibattute decisioni⁶⁴⁴.

Il caso più risalente, *Mechala*⁶⁴⁵, riguarda un'offerta in denaro per le *notes* promossa dalla società emittente, come parte della programmata riorganizzazione⁶⁴⁶. L'offerta si sarebbe perfezionata con l'accettazione della maggioranza dei portatori di titoli, che avrebbero dovuto contestualmente acconsentire a talune modifiche agli *indentures*⁶⁴⁷. In particolare, sarebbero state eliminate le garanzie sulle *notes* fornite dalle controllate dell'emittente, nonostante la società emittente non disponesse di beni di rilievo. La Corte ingiunse alla società emittente di non dare seguito all'offerta, riscontrando che l'operazione in programma avrebbe annullato la capacità dell'emittente di risollevarsi e rimosso la “rete di sicurezza” dei portatori di titoli, rappresentata dalla presenza di un garante. Ad avviso della Corte, pertanto, le modifiche proposte avrebbero significativamente inficiato il diritto di agire di ciascun prestatore.

In *Marblegate*⁶⁴⁸, la società emittente (EMCD), in difficoltà finanziaria, propose un piano di ristrutturazione ai titolari di strumenti finanziari. La peculiarità di questo caso risiede nella circostanza per cui l'emittente non avrebbe potuto presentare istanza di fallimento, dal momento che avrebbe perso l'ammissione a finanziamenti federali ricevuti in quanto istituto di formazione⁶⁴⁹. Di conseguenza, la ristrutturazione sarebbe stata la sola opzione praticabile.

⁶⁴³ Nella prospettiva della Corte, infatti, le date fissate per l'acquisto rappresentavano le “due dates” i cui i portatori di titoli avrebbero avuto il diritto di ricevere il pagamento del capitale ai sensi della Section 316(b) del TIA.

⁶⁴⁴ Il *Wall Street Journal* ha raccolto il punto di vista di diversi esperti sulle conseguenze delle recenti decisioni. Cfr. J. CHOI, *WSJ The Examiners — Trust Indenture Act*, *Harv. L. Sch. Bankr. Roundtable* (6 Ottobre 2015), <http://blogs.harvard.edu/bankruptcyroundtable/2015/10/06/wsj-the-examiners-trust-indenture-act> [<http://perma.cc/R4KP-4HCM>] per un'introduzione dei *post* della tavola rotonda.

⁶⁴⁵ *Federated Strategic Income Fund v. Mechala Grp. Jam. Ltd.*, No 99 CIV 10517 HB, 1999 WL 993648 (S.D.N.Y. Nov. 2, 1999).

⁶⁴⁶ Nella decisione si legge che l'emittente *Mechala* apparteneva a una famiglia che possedeva, altresì, il 23% dell'ammontare totale delle *notes*.

⁶⁴⁷ Questo tipo di operazione, che sarà esaminata nel paragrafo successivo, è molto comune.

⁶⁴⁸ *Marblegate Asset Mgmt. v. Educ. Mgmt. Corp.*, 75 F. Supp. 3d 592, 617 (S.D.N.Y. 2014).

⁶⁴⁹ L'emittente EDMC beneficia dei programmi federali di supporto agli studenti ai sensi del Titolo IV dell' Higher Education Act del 1965, 20 U.S.C. §§ 1070-1099. Un'istituzione di istruzione

La ristrutturazione proposta prevedeva due fasi. In primo luogo, EDMC lanciò un'offerta di scambio, volta alla conversione del debito in un ammontare ridotto di debito ed *equity*⁶⁵⁰. L'offerta ottenne l'adesione di più del 90% delle *notes* non garantite e del 99% dei titolari di debito garantito⁶⁵¹. In assenza di consenso unanime, avrebbe dovuto essere implementata la seconda fase ("Intercompany Sale"), implicante lo svincolo delle garanzie della società controllante e il trasferimento di tutti i beni a una controllata, che avrebbe distribuito debito e capitale ai creditori consenzienti⁶⁵². I portatori di titoli dissenzienti, sostenendo che la struttura dell'*Intercompany Sale* avrebbe minato il loro diritto di ricevere i pagamenti, garantito sia dall'*indenture* sia dalla Section 316 (b) del TIA, chiesero l'emanazione di un provvedimento cautelare volto a bloccare la ristrutturazione.

Pur rigettando l'istanza⁶⁵³, la Corte ha affermato che "the Trust Indenture Act simply does not allow the company to precipitate a debt reorganization outside the bankruptcy process to effectively eliminate the rights of nonconsenting bondholders"⁶⁵⁴.

La seconda decisione derivante dal caso *Marblegate* è pervenuta a conclusioni analoghe⁶⁵⁵. Dopo un'approfondita analisi del testo, della storia e dell'ambito di applicazione della norma, la Corte ha adottato un'interpretazione ampia della Section 316 (b) TIA. In particolare, la Corte ha negato la prospettazione per cui la norma farebbe riferimento solo a una particolare modalità di ristrutturazione, ossia la modifica diretta delle previsioni dell'*indenture*. Al contrario, poiché la norma tutela il

superiore perde il suo *status* e l'accessibilità ai fondi del Titolo IV se essa, o una controllante, formula istanza di fallimento o è destinataria di un provvedimento volto a dichiararne di fallimento; cfr. 20 U.S.C. § 1002(a)(4)(A); Conditions of Institutional Eligibility, 34 C.F.R. § 600.7(a)(2).

⁶⁵⁰ EDMC offrì di rimborsare i portatori di titoli garantiti una minima parte del prestito e di convertirne la parte prevalente in prestiti garantiti e azioni privilegiate convertibili, mentre i prestatori non garantiti avrebbero ricevuto capitale convertibile in azioni EDMC.

⁶⁵¹ È interessante rilevare che solo gli attori rifiutarono la proposta, ma vi erano alcuni ulteriori portatori di titoli, insieme all'1% circa dei creditori garantiti che non vi hanno consentito, che non sono stati identificati. Tale circostanza dimostra la concreta impossibilità di raggiungere l'unanimità su una proposta di ristrutturazione stragiudiziale, per via degli obbligazionisti che non partecipano effettivamente al voto.

⁶⁵² La Exchange Offering Circular chiariva espressamente che i portatori di titoli non garantiti dissenzienti sarebbero rimasti titolari del proprio credito; tuttavia, a causa del trasferimento a una nuova entità di tutti i beni, non avrebbero ricevuto acconti sulle loro *notes*. D'altro canto, i creditori garantiti dissenzienti avrebbero ricevuto titoli di debito relativi alla nuova entità, ma tale debito sarebbe diventato subordinato a quello dei creditori consenzienti.

⁶⁵³ Per carenza di alcuni dei requisiti necessari. In particolare, la Corte ha concluso che gli attori non potessero ottenere una *preliminary injunction* "due to their inability to demonstrate irreparable harm, and additionally fail to demonstrate that the balance of the equities weighs in their favor and that an injunction would be in the public interest".

⁶⁵⁴ *Marblegate Asset Mgmt. v. Educ. Mgmt. Corp.*, 75 F. Supp. 3d 592, 617 (S.D.N.Y. 2014).

⁶⁵⁵ *Marblegate Asset Mgmt., LLC v. Educ. Mgmt. Corp.*, 111 F. Supp. 3d 542 (S.D.N.Y. 2015), appeal docketed, Nos. 15-2124 & 15-2141 (2d Cir. Jul. 2, 2015).

diritto dell'investitore individuale di ottenere il rimborso del capitale e gli interessi, deve reputarsi ampia abbastanza da impedire alla maggioranza degli obbligazionisti di vincolare la minoranza dissenziente a rinunciare alle proprie pretese al di fuori delle procedure formali di ristrutturazione del debito, sia questo effetto perseguito direttamente ovvero per vie traverse⁶⁵⁶.

Di recente, tuttavia, la giurisprudenza si è nuovamente pronunciata sul caso *Marblegate*⁶⁵⁷, sovvertendo le decisioni precedenti e adottando un'interpretazione molto restrittiva della Section 316 (b) TIA, secondo cui la norma "prohibits only non-consensual amendments to an indenture's core payment terms".

Un'altra importante decisione (*Caesars*)⁶⁵⁸ riguarda – ancora una volta – il tentativo dell'emittente di rimuovere le garanzie sulle *notes* senza aver ottenuto il consenso unanime dei titolari, pregiudicando la possibilità concreta dell'investitore di ottenere il pagamento dovuto.

In questo caso, i titoli erano garantiti dalla controllante della società emittente. Dopo l'acquisizione delle società da parte di due fondi di private equity attraverso un'operazione di leveraged buyout, era in programma il trasferimento dei beni dalla controllante alle società del gruppo e l'apertura del fallimento della holding. Fu, dunque, proposto alla maggioranza dei portatori il riacquisto dei titoli, purché avessero espresso il loro consenso, tra l'altro, alla rimozione delle garanzie sui titoli⁶⁵⁹. Al contrario, agli attori non era stata data la possibilità di partecipare all'operazione.

La Corte affermò che lo svincolo dalle garanzie "is an impermissible out-of-court debt restructuring achieved through collective action", che rappresenta "exactly what TIA section 316(b) is designed to prevent"⁶⁶⁰.

Una successiva decisione, che trae origine dalla medesima vicenda, ha chiarito che, al fine di provare un pregiudizio rilevante ai sensi della Section 316(b) TIA, deve essere data dimostrazione di una modifica alle condizioni fondamentali del titolo di

⁶⁵⁶ *Id.*, 556. È da rilevare che, allo stesso tempo, la Corte ha riconosciuto espressamente le potenziali difficoltà create dalle regole contenute nel TIA con riferimento al problema degli obbligazionisti dissenzienti e la sua obsolescenza nel contesto del fallimento moderno.

⁶⁵⁷ *Marblegate Asset Mgmt., LLC v. Educ. Mgmt. Fin. Corp.*, No. 15-2124-cv(L), (2d Cir. 2017).

⁶⁵⁸ *MeehanCombs Glob. Credit Opportunities Funds, LP v. Caesars Entm't Corp.*, 80 F. Supp. 3d 507 (S.D.N.Y. 2015).

⁶⁵⁹ L'ammontare offerto ai portatori di titoli favoriti, corrispondente al prezzo di acquisto pagato per le *notes* incrementato degli interessi e dei costi di negoziazione, era particolarmente elevato, rappresentando "an extraordinary one hundred percent premium over market"; cfr. *Id.*, 511.

⁶⁶⁰ *Id.*, 516. La decisione fu seguita da un'altra pronuncia *MeehanCombs Glob. Credit Opportunities Master Fund, LP v. Caesars Entm't Corp.*, No. 14-cv-7091, 2015 WL 9478240, (S.D.N.Y., Dec. 29, 2015) relativa alle azioni promosse per far valere le obbligazioni di garanzia. In questo caso la Corte non ha esaminato se l'operazione descritta nel testo avesse violato il TIA, perché la disputa verteva su un altro tema, ossia se le garanzie fossero state già svincolate nel contesto di una precedente operazione.

debito ovvero di una riorganizzazione stragiudiziale e tale pregiudizio deve essere valutato con riferimento alla data in cui il pagamento è dovuto⁶⁶¹.

In conclusione, considerando il trend affermatosi nella giurisprudenza americana, la tendenza più recente muove in direzione di una tutela ad ampio raggio degli obbligazionisti di minoranza da ogni tentativo di eliminare i loro diritti posto in essere dalla maggioranza⁶⁶². Alla luce dell'originario intento perseguito dal legislatore con l'emanazione della norma, la giurisprudenza coerentemente riconosce che il diritto garantito dalla Section 316 (b) del TIA non può essere interpretato riduttivamente come legittimazione a domandare il pagamento del capitale o degli interessi, bensì quale diritto sostanziale a ottenere effettivamente il pagamento. Da questo punto di vista, il principio fissato dalla Section 316(b) del TIA, in conformità al quale alla maggioranza degli obbligazionisti è precluso di intaccare i diritti degli obbligazionisti di minoranza senza il loro consenso, è adesso applicato in modo tale da impedire ogni operazione che, anche potenzialmente, mira a eludere la regola⁶⁶³. D'altro canto, tale lettura conferma la rigidità della previsione normativa, che in astratto potrebbe prevenire operazioni di rinegoziazione del debito vantaggiose⁶⁶⁴.

10.3. (segue): *Distorsioni e incongruenze dell'approccio proibitivo.*

⁶⁶¹ BOKF, N.A. v. Caesars Entm.t Corp., Nos. 15-cv-1561 (SAS) & 15-cv-4634 (SAS), 2015 WL 5076785 (S.D.N.Y. Aug. 27, 2015). Inoltre, in questa decisione la Corte rilevò come al momento fosse controverso se le operazioni sulle garanzie in discussione costituissero una riorganizzazione stragiudiziale.

⁶⁶² Tuttavia, l'esistenza di precedenti di segno opposto potrebbe generare un *forum shopping*, ove gli attori potrebbero cercare di promuovere l'azione dinanzi al Southern District of New York; cfr. J. HARBOUR-M. MANNERING, *Recent Decisions Concerning the Trust Indenture Act Underline the Limits on Out-of-Court Restructurings*, in *Banking L. J.*, 2015, 254. Inoltre, le società potrebbero essere dissuase dal registrare le proprie obbligazioni per evitare l'applicazione del TIA; cfr. S. LEVINE, *The Examiners: Rulings May Deter Companies from Registering Bonds*, WALL ST. J. (29 Settembre 2015, 3:38 PM), <http://blogs.wsj.com/bankruptcy/2015/09/29/the-examiners-rulings-may-deter-companies-from-registering-bonds/>.

⁶⁶³ Lo standard di giudizio attualmente adottato potrebbe essere perfezionato laddove fosse definito in modo più ristretto, mirando a verificare se l'operazione proposta non offra agli obbligazionisti alcuna alternativa. In altre parole, "the appropriate standard for the courts to settle on is whether an immediate consequence of a transaction, such as an exit-consent transaction, would be to give bondholders no real economic incentive other than to accept a change in payment terms. It's that standard that emanates from section 316(b)'s emphasis on individualized bondholder consent: could the bondholders realistically and rationally decide not to participate in the exchange, or must any aware bondholder exchange to protect itself, even if it dislikes the terms of the offer? If that lack of real choice is the result, then the transaction violates section 316 (b)"; cfr. M.J. ROE, *The Trust Indenture Act of 1939 in Congress and the Courts in 2016: Bringing the SEC to the Table*, cit., 370.

⁶⁶⁴ La stessa Corte che ha adottato un'interpretazione ampia della Section 316 (b) è consapevole delle conseguenze negative legate all'*holdout problem*. Cfr. *Marblegate Asset Mgmt. v. Educ. Mgmt. Corp.*, 75 F. Supp. 3d 592, 616-617 (S.D.N.Y. 2014).

Alla luce del rigido divieto imposto dalla Section 316(b) TIA, il consenso di ciascun obbligazionista sembrerebbe imprescindibile ai fini della ristrutturazione del prestito obbligazionario, laddove si intenda evitare di sostenere i costi della procedura fallimentare. Invero, nella prassi sono rinvenibili alcune opzioni alternative volte a conseguire il medesimo fine, quali le tecniche dell'*exit consent* e della *prepackaged bankruptcy*, nonché il potere della SEC di riconoscere esenzioni dall'applicazione della disciplina del *Trust Indenture Act*⁶⁶⁵.

La natura delle alternative disponibili è varia: una di queste è aggressiva e coercitiva, un'altra è piuttosto neutra⁶⁶⁶, mentre l'ultima è conforme alla legge e rappresenta la scelta auspicabile, almeno in attesa di un'eventuale riforma della Section 316(b) TIA.

Un meccanismo comunemente utilizzato nella pratica degli affari è l'*exit consent*. L'espressione indica il consenso espresso dagli obbligazionisti che stanno per lasciare il prestito obbligazionario e l'*indenture*, acconsentendo a modifiche peggiorative delle condizioni del prestito in essere⁶⁶⁷. Nella sua struttura essenziale, l'operazione assume la seguente configurazione: agli obbligazionisti è proposto lo scambio delle obbligazioni preesistenti con nuovi titoli emessi da una controllata, che garantiranno un rendimento inferiore⁶⁶⁸. Allo stesso tempo, essi sono tenuti ad accettare di votare a favore di modifiche a condizioni non essenziali previste dall'*indenture*, tipicamente consistenti nella rinuncia a garanzie sulle obbligazioni ovvero nella rimozione di *protective covenants*⁶⁶⁹, al fine di ridurre il valore delle

⁶⁶⁵ Un'altra opzione è il riacquisto di un numero sufficiente di titoli obbligazionari, sia sul mercato sia attraverso negoziazioni private, in modo tale da rendere l'emittente in grado di rimborsare le obbligazioni rimanenti alla scadenza. Cfr. J.C. COFFEE JR.-W.A. KLEIN, *Bondholder Coercion: The Problem of Constrained Choice in Debt Tender Offers and Recapitalizations*, in *U. Chi. L. Rev.*, 1991, 1209. Tale alternativa non sarà oggetto di analisi in questa ricerca, dal momento che non appare sollevare particolari profili di criticità dal punto di vista giuridico e anche perché la relativa rilevanza concreta appare sminuita dalla circostanza che non sembra una tecnica spesso praticabile da una società che si trovi ad affrontare difficoltà finanziarie.

⁶⁶⁶ Sebbene verosimilmente richieda più tempo e costi più elevati se paragonata a un voto della maggioranza degli obbligazionisti vincolante per la minoranza nel contesto di una rinegoziazione privata del prestito obbligazionario.

⁶⁶⁷ Cfr. M.J. ROE, *Bankruptcy and Corporate Reorganization: Legal and Financial Materials*, cit., 499; J.C. COFFEE JR.-W.A. KLEIN, *Bondholder Coercion: The Problem of Constrained Choice in Debt Tender Offers and Recapitalizations*, cit., 1224. Si vedano, inoltre, J.C. LIPSON, *Governance in the Breach: Controlling Creditor Opportunism*, cit., 1055; R. GERTNER-D. SCHARFSTEIN, *A Theory of Workouts and the Effects of Reorganization Law*, in *J. Fin.*, 1991, 1200, i quali affermano che uno scambio è profittevole solo se il debito è scambiato per denaro o per un debito con priorità più elevata rispetto a quello originario.

⁶⁶⁸ Agli obbligazionisti può essere anche offerta semplicemente l'opportunità di vendere i titoli di cui sono in possesso, come nel caso *Caesars*.

⁶⁶⁹ Si può pensare, inoltre, all'inserimento di una clausola di subordinazione, in modo che gli obbligazionisti aderenti all'offerta scambino il debito preesistente con un nuovo debito *senior*.

obbligazioni⁶⁷⁰. Di conseguenza, il valore delle obbligazioni che non sono state oggetto di scambio al termine dell'offerta subirà un drastico decremento. Nella situazione descritta, il rischio più elevato riguarda gli investitori individuali ed è quello di rimanere confinati alla “*back-end*” dell'operazione. Infatti, poiché gli investitori professionali possono più agevolmente calcolare gli incentivi, la loro tempestiva adesione all'offerta si rende maggiormente probabile⁶⁷¹.

Tale meccanismo disincentiva gli obbligazionisti a non aderire all'offerta rimanendo in possesso dei titoli preesistenti, poiché la loro posizione dopo l'operazione risulterà peggiore. Pertanto, anche nell'ipotesi in cui il corrispettivo dell'offerta possa apparire inadeguato, gli obbligazionisti saranno costretti ad accettare al fine di evitare il rischio di detenere titoli di valore ridotto o azzerato⁶⁷². In questo senso, la tecnica descritta realizza una distorsione degli incentivi e rappresenta la concreta dimostrazione del fatto che il divieto contenuto nella Section 316(b) si pone potenzialmente in contrasto con gli interessi di quegli stessi obbligazionisti che la norma mira a proteggere⁶⁷³.

Il modello di *exit consent* è estremamente coercitivo, poiché induce gli obbligazionisti ad accettare un'offerta senza la possibilità di valutarne la convenienza e, potenzialmente, laddove l'offerta sia limitata solo a un certo ammontare di obbligazioni, ad affrettarsi al fine di rientrare tra coloro i quali potranno effettivamente aderire all'offerta⁶⁷⁴. Il ricorso a questo meccanismo, inoltre, preclude alla maggioranza degli obbligazionisti l'esercizio del ruolo che le sarebbe proprio in occasione del voto nel contesto di una ristrutturazione stragiudiziale del debito:

⁶⁷⁰ Deve, infatti, considerarsi, che non ogni voto di maggioranza sulle modifiche alle condizioni del prestito obbligazionario è strettamente vietato dalla Section 316(b) TIA: “[u]nder subsection (b), the indenture must provide that, except as to an interest postponement so consented to, the right of any indenture security holder to receive his principal when due and to bring suit therefore may not be impaired without his consent. (*omissis*) This prohibition does not prevent the majority from binding dissenters by other changes in the indenture or by a waiver of other defaults, and the majority may of course consent to alterations of its own rights” H.R. Rep. 76–1016, 56 (1939); S. Rep. No. 76–248, 26–27 (1939).

⁶⁷¹ Secondo la condivisibile prospettiva di M. J. ROE, espressa durante la lezione del corso di *Bankruptcy* del 23 Novembre 2015, tenuta presso la Harvard Law School.

⁶⁷² Ipoteticamente, gli obbligazionisti nel loro complesso potrebbero rifiutare di aderire a un'offerta svantaggiosa, determinandone il fallimento. Tuttavia, il timore di ciascun obbligazionista, individualmente considerato, di ritrovarsi a detenere titoli privi di valore a seguito del successo dell'offerta, costituisce un decisivo incentivo ad accettare l'offerta stessa.

⁶⁷³ “Thus Douglas’s no-vote rule facilitated one serious distortion — the holdout who can kill a good deal — and then, in reaction, deal makers invented a countervailing distortion: the coercive exit consent exchange offer to twist or break the arms of dissenting bondholders”. Cfr. M.J. ROE, *Giving Bondholders a Vote in Debt Restructuring*, N.Y. TIMES, (14 Dicembre 2015), http://www.nytimes.com/2015/12/15/business/dealbook/giving-bondholders-a-voice-in-debt-restructuring.html?_r=0.

⁶⁷⁴ Cfr. J.C. COFFEE JR.-W.A. KLEIN, *Bondholder Coercion: The Problem of Constrained Choice in Debt Tender Offers and Recapitalizations*, cit., 1265.

valutare liberamente la convenienza dell'operazione proposta e, eventualmente, trattare con la società emittente per ottenere le condizioni migliori.

Il pericolo potenziale insito nel meccanismo descritto può essere più chiaramente compreso se paragonato ad un analogo meccanismo, utilizzato durante l'ondata di operazioni di M&A degli anni '80: l'offerta in due fasi che precedeva la fusione (c.d. *two-tiered tender offer*). In tale tipologia di offerta, l'offerente si impegnavano a corrispondere al 51% degli azionisti che per primi avessero ceduto le proprie azioni, un prezzo maggiore rispetto a quello che avrebbe pagato al rimanente 49% degli azionisti che avessero venduto le azioni successivamente, quando ormai l'offerente avesse già acquisito il controllo della *target*⁶⁷⁵. Tuttavia, con riferimento a questa ipotesi, il ricorso alla tecnica descritta può considerarsi oggi attualmente precluso⁶⁷⁶.

Come evidenziato, nei più recenti orientamenti giurisprudenziali si riscontra la tendenza a garantire un'intensa protezione agli obbligazionisti, attraverso un'interpretazione della Section 316(b) TIA mirante a reprimere la tecnica dell'*exit consent*, che sostanzialmente potrebbe frustrare lo scopo della norma: garantire il diritto assoluto degli obbligazionisti a ricevere il pagamento del capitale e degli interessi. Tale diritto, infatti, potrebbe essere intaccato solo con il consenso di ciascun obbligazionista⁶⁷⁷. Di conseguenza, il meccanismo dell'*exit consent* non sembra più potersi considerare quale tecnica liberamente fruibile al fine di superare la proibizione della Section 316(b) TIA.

Un altro sistema comunemente impiegato nella prassi è quello della c.d. *prepackaged bankruptcy*, che permette che il consenso ottenuto al di fuori del fallimento possa vincolare tutti gli obbligazionisti nel contesto della procedura⁶⁷⁸.

⁶⁷⁵ M. ROE, *The Examiners: End the Trust Indenture Act's Bondholder Voting Ban*, in *Wall St. J.* (29 Settembre 2015, 11:04 AM), <http://blogs.wsj.com/bankruptcy/2015/09/29/the-examiners-end-the-trust-indenture-acts-bondholder-voting-ban/>.

⁶⁷⁶ Pur avendo le corti statunitensi statuito che questa tecnica non è, di per sé, illegittima, la sua esistenza ha dato origine a una serie di riforme in molte legislazioni statali volte ad assicurare la parità di trattamento tra tutti gli azionisti. In particolare, secondo la posizione assunta dalla Suprema Corte del Delaware, gli amministratori della società sono autorizzati ad adottare misure difensive *anti-takeover*, al fine di neutralizzare la portata coercitiva della *two-tiered tender offer*. Inoltre, le forze di mercato operano nella direzione dell'adozione di previsioni di *fair price*, nonché di diritti di riscatto nell'atto costitutivo. Cfr. P.A. GAUGHAN, *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*⁶, Hoboken, 2015, 264 s. Cfr., altresì, M.J. ROE, *Bankruptcy and Corporate Reorganization*, cit., 509. Sulla disciplina delle *tender offer* a livello federale (Williams Act) e le differenze tra capitale di rischio e di debito, cfr. anche J.C. COFFEE JR.-W.A. KLEIN, *Bondholder Coercion: The Problem of Constrained Choice in Debt Tender Offers and Recapitalizations*, cit., 1264 ss.

⁶⁷⁷ In *Katz v. Oak Indus. Inc.*, 508 A.2d 873, (Del. Ch. 1986), la Corte ha affermato la legittimità dell'*exit consent*, sebbene nel caso di specie l'attore avesse omissso, sorprendentemente, di invocare la Section 316(b) TIA al fine di contestare l'operazione.

⁶⁷⁸ Cfr. M.J. ROE, *Bankruptcy and Corporate Reorganization*, cit., 510; ID., *The Voting Prohibition*, cit., 243, testo e nota 34; W.W. BRATTON, *Corporate Finance: Cases and Materials*⁶,

A norma della Section 1126(b) del Bankruptcy Code⁶⁷⁹, il creditore che abbia già concorso all'approvazione o al rigetto di un piano prima dell'inizio della procedura di riorganizzazione è vincolato alla propria decisione, a condizione che abbia ricevuto un'adeguata informativa⁶⁸⁰. Allo scopo dell'accettazione, nonché della successiva conferma, di un piano, si richiede, per ciascuna classe di creditori, il consenso di una maggioranza dei due terzi, quanto all'ammontare dei crediti, e di più della metà, quanto al numero⁶⁸¹. Ne deriva che se la maggioranza è raggiunta e si è espressa a favore del piano prima dell'apertura della procedura fallimentare, tale voto può, potenzialmente, vincolare i dissenzienti in merito allo stesso piano proposto nel contesto di una riorganizzazione ai sensi del *Chapter 11*⁶⁸².

È opportuno precisare che tale modello non consente di evitare la procedura di *bankruptcy*, implicandone anzi il diretto coinvolgimento, ma ne accelera i tempi e ne riduce i costi⁶⁸³. Al contempo, il meccanismo descritto evidenzia la sistematica

New York, 2008, 341; J.J. MCCONNELL-H. SERVAES, *The Economics of Prepackaged Bankruptcy*, in *Corporate Bankruptcy. Economic and Legal Perspectives*, New York, 1996, 322 ss.

⁶⁷⁹ Tale disposizione attiene alla più comune forma di *bankruptcy*, la *reorganization*, disciplinata dal *Chapter 11* del *Bankruptcy Code*. Lo scopo di questa procedura è permettere all'impresa la prosecuzione dell'attività, dopo la ristrutturazione del debito e la riallocazione del capitale. L'ordinamento americano contempla, altresì, un'altra forma di *bankruptcy*: la *liquidation*, di cui al *Chapter 7* del *Bankruptcy Code*, che presuppone la vendita dell'impresa e la distribuzione del ricavato tra i creditori. Cfr. M.J. ROE, *Bankruptcy and Corporate Reorganization*, cit., 2.

⁶⁸⁰ “(b) For the purposes of subsections (c) and (d) of this section, a holder of a claim or interest that has accepted or rejected the plan before the commencement of the case under this title is deemed to have accepted or rejected such plan, as the case may be, if—

(1) the solicitation of such acceptance or rejection was in compliance with any applicable nonbankruptcy law, rule, or regulation governing the adequacy of disclosure in connection with such solicitation; or

(2) if there is not any such law, rule, or regulation, such acceptance or rejection was solicited after disclosure to such holder of adequate information, as defined in section 1125(a) of this title” (11 U.S.C. §1126(b) (2012)).

⁶⁸¹ “(c) A class of claims has accepted a plan if such plan has been accepted by creditors, other than any entity designated under subsection (e) of this section, that hold at least two-thirds in amount and more than one-half in number of the allowed claims of such class held by creditors, other than any entity designated under subsection (e) of this section, that have accepted or rejected such plan” (11 U.S.C. §1126(c) (2012)).

⁶⁸² Cfr. R. GERTNER-D. SCHARFSTEIN, *A Theory of Workouts and the Effects of Reorganization Law*, cit., 1211-1212, i quali sostengono che la procedura di voto del *Chapter 11* consente di internalizzare gli effetti della decisione di investimento e anche di superare l'*holdout problem*, incrementando l'efficienza dell'investimento. Gli Autori evidenziano, tuttavia, che le procedure di voto per le offerte di scambio promosse dall'impresa sono vietate dal *Trust Indenture Act*.

⁶⁸³ Alcuni studi hanno effettuato un confronto tra i costi diretti di una procedura formale di *bankruptcy* e quelli di una ristrutturazione stragiudiziale, evidenziando che tali costi sono significativamente inferiori in ipotesi di successo di una ristrutturazione che eviti il ricorso a una procedura di cui al *Chapter 11*. Cfr. S.C. GILSON-J. KOSE-L.H.P. LANG, *Troubled Debt Restructurings: An Empirical Study of Private Reorganization of Firms in Default*, in *J. Fin. Econ.*, 1990, 315; S.C. GILSON, *Managing Default: Some Evidence on how Firms Choose Between Workouts*

incoerenza di un ordinamento legislativo che, da un lato, vieta che la maggioranza (qualificata) degli obbligazionisti possa deliberare con un voto vincolante su un piano di rinegoziazione in sede extragiudiziale e, dall'altra, attribuisce rilievo preminente alla circostanza che la medesima maggioranza abbia già espresso il proprio consenso⁶⁸⁴.

L'ultima tecnica, che consente di soprassedere al divieto di cui alla Section 316(b) è contemplata dallo stesso *Trust Indenture Act*⁶⁸⁵. Infatti, a seguito della riforma del 1990, alla SEC è attribuita la possibilità di concedere esenzioni più ampie dalle regole imposte dal *Trust Indenture Act*, qualora ciò risponda all'interesse pubblico e sia coerente con la tutela dell'interesse degli investitori, nonché con gli scopi della legge⁶⁸⁶.

In sintesi, in presenza dei presupposti menzionati, la SEC può esonerare dall'applicazione di una o più disposizioni di legge ogni persona, dichiarazione di registrazione, *indenture*, titolo od operazione, eventualmente imponendo specifiche condizioni. Mediante il ricorso a tali poteri, la Commissione potrebbe, ad esempio, permettere la previsione, nel testo di un *indenture*, di una clausola che introduca il

and Chapter 11, in *Corporate Bankruptcy. Economic and Legal Perspectives*, cit., 308. Ma lo stesso Autore (*ivi*, 315) rileva come la procedura di *bankruptcy* rechi in sé taluni benefici che compensano almeno in parte, la differenza di costi, tra cui la possibilità di emettere *prepetition debt*. Cfr. anche E. TASHJIAN-R.C. LEASE-J.J. MCCONNELL, *An Empirical Analysis of Prepackaged Bankruptcies*, in *J. Fin. Econ.*, 1996, 135; B.L. BETKER, *The Administrative Costs of Debt Restructurings: Some Recent Evidence*, cit., il quale ha esaminato i costi amministrativi per un campione di offerte di scambio, *prepackaged bankruptcy* e casi soggetti alla procedura di cui al *Chapter 11*, concludendo che i costi della *prepackaged bankruptcy* sono inferiori rispetto a quelli di una tipica procedura di cui al *Chapter 11* e simili a quelli delle offerte di scambio. Nonostante i risultati di tali studi, non è comunque possibile escludere che l'incapacità di conseguire una ricapitalizzazione al di fuori del fallimento possa avere costi ingenti; cfr. S.C. GILSON, *ivi*, 314.

⁶⁸⁴ Si consideri inoltre che, a seguito della riforma della legislazione fallimentare del 1978, al giudice è attribuito il potere di vaglio del piano di ristrutturazione in applicazione di un *fair and equitable standard* solo nel caso in cui il requisito del consenso di una maggioranza qualificata di creditori non sia soddisfatto (11 U.S.C. §§ 1126(c), 1129(a)(8)(A), 1129(b)(1) (2012)). M.J. ROE, *The Voting Prohibition*, cit., 255 testo e nota 72.

⁶⁸⁵ Cfr. M. ROE, *The Examiners: End the Trust Indenture Act's Bondholder Voting Ban*, cit. Più di recente si veda ID., *The Trust Indenture Act of 1939 in Congress and the Courts in 2016: Bringing the SEC to the Table*, cit., 362.

⁶⁸⁶ "The Commission may, by rules or regulations upon its own motion, or by order on application by an interested person, exempt conditionally or unconditionally any person, registration statement, indenture, security or transaction, or any class or classes of persons, registration statements, indentures, securities, or transactions, from any one or more of the provisions of this subchapter, if and to the extent that such exemption is necessary or appropriate in the public interest and consistent with the protection of investors and the purposes fairly intended by this subchapter". *Trust Indenture Act of 1939 § 304 (d)*, 15 U.S.C. § 77ddd(d) (2012) (modificato in data 15 Novembre 1990, Pub.L. 101-550, Title IV, § 403). Per un'applicazione della disposizione si veda, a titolo esemplificativo, SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, *Order Granting Application for Exemption: Petroleos Mexicanos and the Pemex Project Funding Master Trust, Trust Indenture Act Release No. 2430*, 2044 WL 2347881 (13 Ottobre 2004), <https://www.sec.gov/divisions/corpfin/cf-noaction/pemex101304.pdf>.

voto di maggioranza sulle modifiche alle condizioni fondamentali del prestito obbligazionario, ovvero autorizzare un'operazione che implichi un accordo di rinegoziazione soggetto a un tale voto, perfino in assenza di una preesistente clausola *ad hoc* contenuta nell'*indenture*.

Un più esteso uso di tale potere di esenzione potrebbe consentire al sistema la necessaria flessibilità e, soprattutto in caso di autorizzazione di una specifica operazione, sarebbe perfettamente in linea con gli originari scopi della Commissione: tutelare gli obbligazionisti garantendo loro un controllo amministrativo sulla ristrutturazione del prestito obbligazionario⁶⁸⁷.

10.4. (segue): *Proposte di riforma.*

Di recente, nel dibattito nordamericano è emersa la necessità di riformare la disciplina di cui alla Section 316(b) TIA.

Invero, risale alla fine degli anni '80 la proposta di sostituire la norma in esame con l'introduzione del principio maggioritario. La nuova norma dovrebbe attribuire a una maggioranza dei due terzi degli obbligazionisti il potere di vincolare tutti i portatori di titoli agli effetti di una rinegoziazione, purché gli *insiders* siano esclusi dal voto e un *trustee* indipendente verifichi la documentazione rilevante e, conseguentemente, informi gli obbligazionisti⁶⁸⁸. Una simile regola risolverebbe l'*holdout problem*, superando, allo stesso tempo, tutte le obiezioni sollevate all'epoca dell'introduzione del divieto, ossia il potenziale conflitto di interessi e la carenza di informazione degli obbligazionisti⁶⁸⁹.

⁶⁸⁷ Per una ricostruzione degli scopi perseguiti dalla SEC e culminati con l'introduzione della disposizione di cui alla Section 316(b) TIA, si veda *supra* par. 10.1.

⁶⁸⁸ Cfr. M.J. ROE, *The Voting Prohibition*, cit., 270 s. Si veda anche H.J. KASHNER, *Majority Clauses and Non-Bankruptcy Corporate Reorganizations—Contractual and Statutory Alternatives*, in *Bus. Law.*, 1988, 131.

⁶⁸⁹ Ma si veda V. BRUDNEY, *Corporate Bondholders and Debtor Opportunism: In Bad Times and Good*, cit., 1877, il quale afferma che la protezione della possibilità di dissenso degli obbligazionisti contenuta nel TIA è necessaria al fine di contrastare il comportamento strategico del debitore. Le regole potrebbero essere modellate nel senso di incentivare gli obbligazionisti alla coesione, permettendo loro di agire come un unico prestatore nel processo di negoziazione. Un altro Autore ha concluso che la *majority-rule clause* prevista dal contratto potrebbe servire a ridurre l'*holdout problem*, pur ritenendo che i termini delle ristrutturazioni di successo, che garantiscono a ciascun creditore più di quanto avrebbe ottenuto nel fallimento, rappresentino una soluzione preferibile. Di conseguenza, anche se le *majority-rule clauses* fossero consentite, probabilmente non sarebbero utilizzate; cfr. A. SCHWARTZ, *Bankruptcy Workouts and Debt Contracts*, in *J. of L. & Econ.*, 1993, 630. Cfr. anche C. FINKELSTEIN, *Financial Distress as a Noncooperative Game: A Proposal for Overcoming Obstacles to Private Workouts*, in *Yale L.J.*, 1993, 2224 e 2227, la quale afferma che la maggioranza degli obbligazionisti potrebbe vincolare la minoranza solo a condizione che quest'ultima fosse tutelata da un terzo indipendente, come avviene assicurando la supervisione giudiziale. Di

Secondo un altro Autore, il TIA si spinge troppo oltre, se interpretato come volto a proibire che siano ridimensionate le garanzie, ma non abbastanza oltre, se la giurisprudenza esclude titoli garantiti da attività dal suo ambito di applicazione. Ne deriva che dovrebbe essere aggiornato per riflettere le reali condizioni dei moderni mercati finanziari⁶⁹⁰.

In tempi recenti, una modifica alla Section 316(b) TIA, che avrebbe influito sui casi pendenti in giudizio, è stata oggetto di dibattito⁶⁹¹. Secondo la proposta avanzata, tale “clarifying amendment”⁶⁹² avrebbe dovuto imporre un’interpretazione estremamente restrittiva del testo della Section 316(b) TIA, limitando l’ambito applicativo del divieto di voto vincolante della maggioranza alle modificazioni miranti a ridurre l’ammontare del capitale o a rinviare la data di scadenza dello strumento finanziario⁶⁹³. Al contempo, il diritto di promuovere un’azione legale sarebbe stato

conseguenza, secondo l’Autrice, la soluzione preferibile sarebbe introdurre nel contratto di prestito una clausola che richieda il consenso unanime.

⁶⁹⁰ Cfr. A. LEVITIN, *The Examiners: Recalibrate the TIA for Today’s Debt Markets*, cit.

⁶⁹¹ Il testo dell’emendamento prevedeva che sarebbe stato applicato retroattivamente e ad ogni giudizio che, alla data di emanazione della legge, non fosse stato deciso in via definitiva e inappellabile. L’emendamento proposto è circolato il 25 Novembre 2015 e risulta sia stato inserito in una legge federale sui trasporti, che avrebbe dovuto essere firmata dal Presidente, ma non compare nel testo definitivo. Cfr. REORG RESEARCH, *Potential TIA Amendment Excluded From Congressional Committee Report on Agreed Federal Transportation Bill* (12 Gennaio 2015, 16:45 PM), <http://new.reorg-research.com/article/public/MTcyODI=>; M. FRUMES-A. THALASSINOS-S. GEFTER, *The Mysterious Shelved Amendment to the Transportation Bill That Would Divide Billionaires*, in *Forbes* (4 Dicembre 2015, 11:00 AM), <http://www.forbes.com/sites/maxfrumes/2015/12/04/the-mysterious-shelved-amendment-to-the-transportation-bill-that-would-divide-billionaires/>.

⁶⁹² L’emendamento proposto prevedeva che il seguente testo fosse inserito alla fine della subsection (b): “For purposes of this subsection, the right of a holder of an indenture security to receive payment of the principal of and interest on such indenture security is impaired or affected only when the terms of the indenture governing such indenture security are amended to reduce the specified principal amount or interest rate or to extend the maturity date of such indenture security. The right of a holder of an indenture security to institute suit to enforce payment of the principal of and interest on such indenture security is impaired or affected only when the indenture governing such indenture security contains (or is amended to contain) provisions preventing the holder from commencing an action at law or in equity to enforce payment. Nothing in this subsection shall be construed as requiring the consent of all holders of an indenture security to any amendment to an indenture or to any action, including, without limitation, an action undertaken by an obligor except as specifically provided in this subsection”. Il testo dell’emendamento è disponibile all’indirizzo <http://www.politico.com/f/?id=00000151-5bae-d412-a37d-fffe41e70000>.

⁶⁹³ Questa versione dell’emendamento non appariva nell’Highway Bill che il Congresso approvò il 4 Dicembre 2015. Cfr. H.R. 22, 114th Cong. (2015-2016). In seguito un’altra versione dell’emendamento è stata aggiunta all’Omnibus Appropriation Legislation. Cfr. H.R. 2029, 114th Cong. (2015-2016). Il nuovo testo ha introdotto una rilevante modifica, rendendo i cambiamenti retroattivi alla data del 1 Dicembre, mentre la precedente versione prevedeva l’applicazione retroattiva a ogni ristrutturazione non definita in giudizio; cfr. L. MOYER, *Wall Street’s Debt Restructuring Fight Heads to Washington*, in *N.Y. Times: DealBook* (7 Dicembre 2015), http://www.nytimes.com/2015/12/08/business/dealbook/wall-streets-debt-restructuring-fight-heads-to-washington.html?_r=0.

ritenuto pregiudicato solo in presenza di previsioni dell'*indenture* volte a impedire all'obbligazionista di intentare una causa per ottenere il pagamento.

La riforma proposta appariva in contrasto con il più recente orientamento della giurisprudenza che, salvo i recentissimi sviluppi del caso *Marblegate*, si pone in direzione di una interpretazione estensiva della Section 316(b) TIA, allo scopo di garantire la più vasta tutela agli obbligazionisti, specialmente nei casi di rimozione delle garanzie. In altre parole, l'interpretazione affermata da ultimo in giurisprudenza appare come una forma di reazione alle distorsioni provocate dalla stessa regola, che, impedendo di fatto le ristrutturazioni stragiudiziali del debito, ha dato origine ad abusi. Da questo punto di vista, la proposta di riforma avrebbe ridotto ulteriormente la tutela degli obbligazionisti, legittimando un'interpretazione molto restrittiva della disposizione.

La modifica proposta, inoltre, è stata materia di discussione tra i più autorevoli esperti⁶⁹⁴: quasi tutti non ne hanno condiviso il contenuto e hanno scritto una lettera al Congresso per bloccarla⁶⁹⁵, esprimendo una netta opposizione quanto meno sotto il profilo del tentativo di riformare il TIA senza audizioni e consultazioni pubbliche⁶⁹⁶.

La riforma alla Section 316(b) TIA non è giunta a conclusione. Ne discende che, attualmente, la più idonea soluzione al problema del voto nelle ristrutturazioni stragiudiziali è rappresentata dal ricorso ai poteri di esenzione della SEC.

Da ultimo, la *National Bankruptcy Conference*⁶⁹⁷, ha proposto l'introduzione di un nuovo *Chapter 16* del *Bankruptcy Code*, che dovrebbe facilitare la supervisione giudiziale sulle ristrutturazioni dei prestiti obbligazionari⁶⁹⁸. Secondo la proposta, sarebbe opportuno istituire una nuova tipologia di procedimento sommario, nel quale solo il debitore potrebbe proporre un piano allo scopo di modificare i diritti di una o

⁶⁹⁴ Si veda in proposito l'opinione del Prof. Roe, citata da M. FRUMES-A. THALASSINOS-S. GEFTER, *The Mysterious Shelved Amendment to the Transportation Bill That Would Divide Billionaires*, cit. Cfr., inoltre, A. LEVITIN, *Private Equity's Private Bill to Amend the Trust Indenture Act*, in *Credit Slips* (7 Dicembre 2015, 11:06 AM), <http://www.creditslips.org/creditslips/2015/12/private-equitys-private-bill-to-amend-the-trust-indenture-act.html>.

⁶⁹⁵ Lettera proveniente da D.G. BAIRD, Professor of Law, University of Chicago Law School ET AL. to Mitch McConnell, Majority Leader, U.S. Senate et al. (8 Dicembre 2015), <http://corpgov.law.harvard.edu/wp-content/uploads/2015/12/Trust-Indenture-Act-Scholars-Letter.pdf>.

⁶⁹⁶ Per una diversa posizione cfr. K.N. KLEE, professor emeritus at the University of California, citato da L. MOYER, *Law Professors Ask Congress to Delay Changes in Debt Law*, in *N.Y. Times: DealBook* (8 Dicembre 2015), http://www.nytimes.com/2015/12/09/business/dealbook/law-professors-ask-congress-to-delay-changes-in-debt-law.html?_r=0.

⁶⁹⁷ La National Bankruptcy Conference (NBC) è costituita da studiosi e professionisti del settore del diritto fallimentare, il cui principale scopo è fornire consulenza al Congresso su leggi e riforme di diritto fallimentare.

⁶⁹⁸ Il testo completo della proposta è reperibile all'indirizzo <http://newnbc.wpengine.com/wp-content/uploads/2015/07/Proposed-Amendments-to-Bankruptcy-Code-to-Facilitate-Restructuring-of-Bond-and-Credit-Agreement-Debt.pdf>.

più classi di creditori che abbiano concesso prestiti di denaro regolati da un *indenture* ovvero da un *loan agreement*. Una maggioranza qualificata corrispondente almeno ai due terzi dei crediti di ciascuna classe sarebbe richiesta ai fini dell'approvazione del piano. Nel contesto della disciplina proposta, il controllo del giudice sul debitore si limiterebbe a determinare se approvare il piano e renderlo vincolante nei confronti dei creditori dissenzienti. Lo scopo della proposta sarebbe quello di ottenere una ristrutturazione del debito, in assenza di consenso unanime, attraverso un nuovo procedimento simile a quelli già esistenti in altri Paesi avanzati⁶⁹⁹, che risulterebbe maggiormente semplificato e meno oneroso rispetto a un procedimento di *prepackaged bankruptcy*.

11. *Differenze fra il sistema italiano e quello statunitense.*

La disamina della Section 316 (b) consente di evidenziare le differenze tra la legislazione italiana e quella statunitense in materia di modificazioni alle condizioni del prestito obbligazionario e, in particolare, sulla possibilità che il voto della maggioranza degli obbligazionisti sulla modifica delle condizioni fondamentali del prestito obbligazionario vincoli la minoranza assente o dissenziente.

In primo luogo, alla stregua dell'interpretazione maggioritaria dell'art. 2415, comma 1, n. 2. c.c., in linea di principio modificazioni alle condizioni del prestito attuate attraverso una deliberazione assunta dall'assemblea degli obbligazionisti sono sempre possibili, con la sola eccezione di quelle che incidono sulla struttura del rapporto. Apparentemente la medesima regola è attualmente vigente nel modello statunitense, sebbene non sia esplicita come appare nel modello italiano, ma possa solo essere desunta dall'ambito di applicazione del divieto di cui alla Section 316 (b) TIA⁷⁰⁰.

Tuttavia, la definizione delle condizioni strutturali del prestito, la cui modifica non è ammessa in entrambi i sistemi, è piuttosto differente, essendo meno restrittiva nel modello italiano. Ne deriva che, ai sensi della legge italiana e secondo la lettura condivisa dalla dottrina maggioritaria, modifiche quali l'estensione della durata del prestito, la riduzione della misura degli interessi ovvero una temporanea sospensione

⁶⁹⁹ Cfr. supra, cap. I, par. 3.2.

⁷⁰⁰ Come affermato dallo stesso William O. Douglas, con riferimento alla regola incorporata nella Section 316 (b) TIA, "the bill does place a check or control over the majority forcing on the minorities a debt-readjustment plan. It does go that far; but it does not prohibit any other restriction or appropriate amendments of the indenture by the consent of the parties". Tale divieto "*does not prevent the majority from binding the dissenters by other changes in the indenture or by waiving defaults and the majority may, of course, consent to the alteration of its own rights*" Trust Indenture Act del 1938, H.R. 10292, 75th Cong. (3d Sess. 1937) (Trust Indentures: Hearings on H.R. 10292, cit., 36 (audizione di William O. Douglas, Chair, Securities and Exchange Commission)).

del pagamento degli interessi, assunte sulla base di un voto di maggioranza, sono sempre ammissibili.

Al contrario, nello scenario statunitense, la Section 316(b) TIA limita le possibili modifiche alle condizioni dell'*indenture* decise sulla base di un voto di maggioranza. Anzitutto, la norma prevede espressamente che le modifiche riguardanti “payment of the principal of and interest on such indenture security, on or after the respective due dates” richiedono il consenso di ciascun obbligazionista⁷⁰¹. Inoltre, una limitata modificazione, quale una proroga nella corresponsione degli interessi, è possibile solo a condizione che una maggioranza qualificata acconsenta al rinvio del pagamento e solo per un periodo non superiore a tre anni⁷⁰².

In secondo luogo, alla luce dell'art. 2415, comma 1, n. 2 c.c., all'assemblea degli obbligazionisti è attribuita la competenza *ex lege* di modificare le condizioni (quanto meno non fondamentali) del prestito obbligazionario sulla base del voto espresso dalla maggioranza⁷⁰³, anche in assenza di una specifica clausola contrattuale. Di contro, nel modello statunitense, almeno nel caso contemplato dalla Section 316(a)(2), al fine di apportare modifiche all'*indenture*, il contratto deve contenere una previsione che autorizzi la maggioranza, rappresentata almeno dal 75% dell'ammontare degli strumenti finanziari, a votare sulla modifica alle condizioni del prestito.

In terzo luogo, sebbene la norma italiana non consenta espressamente che la maggioranza degli obbligazionisti possa vincolare la minoranza sulle modifiche a condizioni fondamentali del prestito obbligazionario, al contempo non contiene un divieto espresso in relazione a tale voto, come avviene ai sensi della Section 316(b) TIA nello scenario americano.

⁷⁰¹ Con riferimento al diritto processuale di agire in giudizio, i due sistemi giuridici sono più simili, garantendo entrambi ai singoli obbligazionisti la possibilità di promuovere un'azione per far valere i propri diritti. Cfr. art. 2419 c.c., purchè non si tratti di azioni incompatibili con le deliberazioni dell'assemblea degli obbligazionisti; Trust Indenture Act del 1939 § 316 (b), 15 U.S.C. § 77ppp(b) (2012).

⁷⁰² Il Trust Indenture Act del 1939 § 316 (a)(2), 15 U.S.C. § 77ppp(a)(2) (2012) prevede che l'*indenture* “may contain provisions authorizing the holders of not less than 75 per centum in principal amount of the indenture securities or if expressly specified in such indenture, of any series of securities at the time outstanding to consent on behalf of the holders of all such indenture securities to the postponement of any interest payment for a period not exceeding three years from its due date”.

Al fine di prevenire possibili conflitti di interessi, si specifica inoltre che “in determining whether the holders of the required principal amount of indenture securities have concurred in any such [...] consent, indenture securities owned by any obligor upon the indenture securities, or by any person directly or indirectly controlling or controlled by or under direct or indirect common control with any such obligor, shall be disregarded [...]”.

⁷⁰³ La percentuale di obbligazionisti richiesta per raggiungere la maggioranza in Italia può variare a seconda che si tratti di una società emittente quotata o non quotata e che vi sia stata o meno una prima convocazione.

12. *La competenza sulla conversione del debito in equity nelle previsioni del contratto.*
Conclusioni.

La ricognizione effettuata dimostra la sussistenza di due approcci alternativi rispetto al tema oggetto di indagine. Da un lato, un'impostazione tradizionale condurrebbe a negare la possibilità di attribuire all'assemblea degli obbligazionisti la competenza a deliberare sulle modifiche a elementi strutturali del prestito obbligazionario ovvero sulla conversione del debito in *equity*, allineandosi, sotto questo profilo, all'approccio proibitivo adottato dall'ordinamento americano. Dall'altro lato, in tempi più recenti sono state avanzate nell'ordinamento italiano proposte interpretative volte ad affermare la possibilità di attribuire all'assemblea la competenza in materia, secondo un modello liberale conforme al sistema giuridico inglese.

Diversi argomenti inducono a ritenere che sia possibile, nell'attuale quadro normativo, ammettere un'estensione, in via contrattuale, delle competenze dell'assemblea degli obbligazionisti, tale da ricomprendervi sia modifiche anche radicali delle condizioni del prestito obbligazionario⁷⁰⁴, sia la conversione del debito in *equity*.

Anzitutto, la vincolatività degli effetti della decisione della maggioranza anche nei confronti degli obbligazionisti non aderenti non sembra porre un problema di compatibilità con i principi del diritto dei contratti, essendo le stesse parti che hanno stipulato originariamente il contratto ad aver accettato, *ex ante*, l'eventualità che una successiva modifica delle condizioni del prestito si realizzasse sulla scorta dell'approvazione della maggioranza di categoria. In altre parole, dal momento che la relativa clausola è contenuta nel contratto, può dirsi che tale previsione sia stata oggetto di negoziazione o, quanto meno, conoscenza e accettazione da parte di tutti i contraenti al momento della sottoscrizione. Di conseguenza, una successiva modifica del contratto non richiederebbe il consenso di tutti gli obbligazionisti, i quali avrebbero già individualmente accettato di conferire alla maggioranza di essi la facoltà di modificare il contratto⁷⁰⁵.

⁷⁰⁴ Anche alla luce del fatto che, adottando un'interpretazione estensiva come quella proposta nel corso del presente lavoro, tali modifiche potrebbero reputarsi già ricomprese nell'ambito di applicazione dell'art. 2415, comma 1, n. 2 c.c. Rimarrebbe esclusa la possibilità di deliberare sull'integrale soppressione del diritto al rimborso, che tuttavia non può farsi rientrare nelle "modifiche delle condizioni del prestito" su cui l'assemblea degli obbligazionisti è legittimata a decidere; ipotesi per la quale, pertanto, trova applicazione la tesi sostenuta nel testo circa la possibilità di rimettere tale decisione al voto della maggioranza degli obbligazionisti attraverso un'esplicita clausola contenuta nel regolamento di emissione.

⁷⁰⁵ In senso analogo, cfr. N. CIOCCA, *Gli strumenti finanziari obbligazionari*, cit., 105.

Analogamente, come è stato posto in luce nel precedente capitolo, non si ravvisano ostacoli insuperabili nella specifica disciplina dell'organizzazione degli obbligazionisti e nella delimitazione della competenza della relativa assemblea. A differenza del diritto americano, dove sussiste uno specifico divieto, infatti, nel diritto italiano è solo in via interpretativa che si giunge alla conclusione che nega la competenza dell'assemblea degli obbligazionisti a decidere sulle modifiche alle condizioni essenziali del prestito obbligazionario. L'art. 2415, comma 1, n. 2 c.c. menziona espressamente la modifica delle condizioni del prestito tra le materie rimesse alla competenza dell'assemblea degli obbligazionisti. È solo in virtù di una rigida interpretazione della disposizione in esame che si tende a escludere che nella suddetta materia rientrino le modifiche radicali che abbiano un impatto sulle condizioni strutturali del prestito obbligazionario.

Molte delle disposizioni dettate in materia di organizzazione degli obbligazionisti non possono essere considerate come imperative, a differenza delle previsioni concernenti i limiti alle emissioni o la competenza a decidere dell'emissione⁷⁰⁶, ma possono essere derogate dalle parti, dal momento che riguardano quasi esclusivamente il rapporto contrattuale. In caso di emissione di obbligazioni, in effetti, i principali interessi coinvolti sono quelli della società emittente, nonché l'interesse comune degli obbligazionisti, pertanto le disposizioni relative alla competenza dell'assemblea degli obbligazionisti sono destinate a integrare la volontà delle parti laddove il contratto sia silente⁷⁰⁷.

In assenza di un espresso divieto e alla luce del principio di autonomia contrattuale, può sostenersi che le parti siano libere di ampliare il novero delle competenze dell'assemblea degli obbligazionisti in via contrattuale, aggiungendo espressamente la possibilità di votare su modifiche che riguardino condizioni essenziali del prestito.

In questo scenario, la specifica ipotesi rappresentata dalla conversione del debito in *equity* deve essere esaminata. Tale operazione, come è stato rilevato, si distingue nettamente dalla mera modifica delle condizioni del prestito obbligazionario, in quanto incide sulla natura del rapporto contrattuale tra portatori dei titoli ed emittente, implicando il passaggio dalla condizione di obbligazionisti a quella di

⁷⁰⁶ In effetti, quando il contratto è regolato dalla legge straniera, le disposizioni italiane in materia di organizzazione degli obbligazionisti, salvo alcune eccezioni, possono essere disapplicate secondo L. AUTUORI, *Artt. 2415–2420 c.c.*, cit., 251 s. In argomento si veda *amplius supra*, Cap. II, par. 11.1 e ss.

⁷⁰⁷ In una prospettiva simile, cfr. G. GIANNELLI, *Il contratto e i prestiti obbligazionari*, cit., 355, il quale afferma che il contratto potrebbe contenere previsioni relative all'organizzazione di gruppo, ad esempio disciplinando le regole di funzionamento relative all'assemblea degli obbligazionisti e al rappresentante comune, con riferimento a quegli aspetti non disciplinati dalla legge o per i quali la legge fissa solo determinati limiti, rimettendosi all'autonomia negoziale.

azionisti. Tuttavia, anche con riferimento a questo caso, ulteriori argomenti a sostegno dell'attribuzione della relativa competenza all'assemblea degli obbligazionisti possono essere desunti dall'ordinamento.

In primo luogo, la previsione legislativa delle obbligazioni convertibili, che garantiscono ai portatori il diritto di convertirle in azioni della società, dimostra che la natura giuridica delle obbligazioni è, in astratto, pienamente compatibile con la conversione in *equity*, laddove tale possibilità sia contemplata *ab initio* nel contratto. E ciò è ancor più evidente nell'ipotesi di obbligazioni convertende⁷⁰⁸, in relazione alle quali la decisione circa la conversione non è rimessa al singolo obbligazionista.

Nell'ipotesi di emissione di obbligazioni convertibili (o convertende), in altre parole, le parti accettano che il debito possa essere convertito in *equity*; similmente, facendo leva sull'autonomia contrattuale, deve ritenersi che le parti, all'inizio del rapporto contrattuale, possano decidere di consentire all'assemblea degli obbligazionisti di deliberare sulla conversione del debito in *equity* al verificarsi di particolari circostanze.

Ancora, occorre ribadire che l'ordinamento italiano non contempla uno specifico divieto di voto di maggioranza su operazioni di ristrutturazione del prestito obbligazionario che comportino la conversione del debito in *equity*. Al contrario, sebbene l'assemblea degli obbligazionisti sia legittimata a votare su proposte volte a introdurre modifiche al contratto⁷⁰⁹, l'ordinamento francese esclude espressamente la competenza dell'assemblea a deliberare in materia di conversione di obbligazioni in capitale di rischio⁷¹⁰.

L'assenza di un esplicito divieto, analogo a quello francese, nel sistema italiano, può essere interpretato quale indice della mancanza di una preclusione assoluta rispetto all'ampliamento convenzionale delle competenze dell'assemblea degli obbligazionisti sulla materia in esame.

⁷⁰⁸ Intendendosi per obbligazioni convertende quelle caratterizzate dal fatto che la conversione “non costituisca oggetto di un “diritto” di ogni singolo obbligazionista, bensì della stessa società emittente (c.d. *reverse convertible*) o della maggioranza degli obbligazionisti, oppure rappresenti la conseguenza di circostanze esterne, riguardanti ad esempio l'andamento economico della società emittente o della sua capogruppo”; cfr. CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, *Massima n. 139, Obbligazioni che danno diritto di acquisire ovvero sottoscrivere azioni (art. 2412, comma 5, c.c.)*, 2014.

⁷⁰⁹ Ai sensi dell'art. L 228-65, alinea 1 C. com., “[l]’assemblée générale délibère sur toutes mesures ayant pour objet d’assurer la défense des obligataires et l’exécution du contrat d’emprunt ainsi que sur toute proposition tendant à la modification du contrat [...]”.

⁷¹⁰ L'art. L 228-65, alinea 1 C. com. dispone, infatti, che “[l]es assemblées ne peuvent ni accroître les charges des obligataires ni établir un traitement inégal entre les obligataires d'une même masse. Elles ne peuvent décider la conversion des obligations en actions, sous réserve des dispositions de l'article L. 228-106. Toute disposition contraire est réputée non écrite”.

12.1. (segue): Il contenuto della clausola.

Formulata l'ipotesi della previsione di una clausola contrattuale che autorizzi un voto di maggioranza dell'assemblea degli obbligazionisti sulle modifiche radicali del prestito obbligazionario ovvero sulla conversione del debito in *equity*, il passaggio successivo impone di individuare il possibile contenuto della clausola. In assenza di un quadro normativo e di limiti imposti dalla legge, il rischio è che tali clausole siano nella pratica, unilateralmente predisposte dall'emittente, omettendo idonei meccanismi di protezione degli obbligazionisti⁷¹¹.

Sotto un primo profilo, appare ragionevole che la clausola sia caratterizzata da un adeguato livello di flessibilità, dal momento che non sarebbe possibile identificare a priori tutte le modifiche alle condizioni del prestito obbligazionario astrattamente necessarie nel corso dell'arco temporale in cui si svolge l'operazione di finanziamento. L'utilità della previsione di una specifica clausola, tuttavia, potrebbe anche ravvisarsi, all'opposto, proprio nell'esigenza di predeterminare le modifiche strutturali alle condizioni del prestito ammissibili a maggioranza, precisandone i limiti e fissando l'eventuale incremento del *quorum* richiesto per la relativa approvazione.

In ogni caso, una simile previsione dovrebbe assicurare che la competenza dell'assemblea degli obbligazionisti a deliberare sulla modifica delle condizioni fondamentali del prestito obbligazionario ovvero sulla conversione del debito in *equity* sulla base di un voto di maggioranza possa intervenire solo al verificarsi di determinate condizioni, ad esempio in caso di obiettive difficoltà finanziarie dell'emittente. Eventuali modifiche dovrebbero, inoltre, ritenersi subordinate alla garanzia della parità di trattamento e rispondenti all'interesse comune degli obbligazionisti.

Sotto un secondo profilo, esigenze di tutela e informazione nei confronti degli obbligazionisti impongono l'elaborazione di previsioni volte ad assicurare la protezione degli obbligazionisti di minoranza e la massima trasparenza. In primo luogo, l'approvazione di modifiche radicali al prestito ovvero della conversione del debito in *equity*, dovrebbe essere sottoposta al voto favorevole di una maggioranza qualificata. In secondo luogo, il rappresentante comune, che nell'ordinamento italiano può anche essere una persona giuridica autorizzata all'esercizio di servizi di investimento nonché una società fiduciaria, dovrebbe essere incaricato di analizzare la proposta di rinegoziazione e fornire agli obbligazionisti le necessarie informazioni prima del voto. Infine, un rinvio alle disposizioni normative e ai principi in tema di assemblea degli obbligazionisti appare sufficiente a escludere il rischio di un voto

⁷¹¹ La soluzione ottimale potrebbe essere, dunque, l'introduzione di una disposizione legislativa che regolasse la materia, imponendo limiti al contenuto della clausola.

inficiato da conflitto di interessi, nonché a garantire agli obbligazionisti l'esercizio di un controllo giudiziale *ex post*, attraverso l'impugnazione della delibera.

BIBLIOGRAFIA

AA. VV., *Memento Pratico Ipsoa-Francis Lefebvre, Crisi d'impresa e fallimento*, 2016

ABBADESSA P.-MIRONE A., *Le competenze dell'assemblea nella s.p.a.*, in *Riv. soc.*, 2010, 269 ss.

ABETE L., *Il ruolo del giudice ed il principio maggioritario nel novello concordato preventivo: brevi note*, in *Fall.*, 2008, 253 ss.

ACCORNERO M.-FINALDI RUSSO P.-GUAZZAROTTI G.-NIGRO V., *First-time corporate bond issuers in Italy*, *Bank of Italy, Questioni di economia e finanza (Occasional Papers)*, N. 269, Aprile 2015

AGOSTINELLI R., *Gli accordi di ristrutturazione: artt. 67 e 182-bis L. Fall.*, in *Crisi d'impresa e ristrutturazioni. Percorsi tra banca e mercato*, a cura di F. Bruno-A. Ruozzi, Assago, 2010, 143 ss.

AHDIEH R.B., *Between Mandate and Market: Contract Transition in the shadow of the International Order*, in *Emory L.J.*, 2004, 691 ss.

ALBARETO G.-BRONZINI R.-CAPRARA D.-CARMIGNANI A.-VENTURINI A., *The real and financial wealth of Italian households by region*, in *Household wealth in Italy*, Papers presented at the conference held in Perugia, 16-17 October 2007, 2008, 57 ss.

ALEXANDROFF L., *Traité théorique et pratique des Obligations émises par les Sociétés*, Paris, 1933

ALTMAN E.I., *A Further Empirical Investigation of the Bankruptcy Cost Question*, in *J. Fin.*, 1984, 1067 ss.

ALTMAN E.I.-HOTCHKISS E., *Corporate Financial Distress and Bankruptcy: Predict and Avoid Bankruptcy, Analyze and Invest in Distressed Debt³*, Hoboken, 2006

AMERICAN BAR ASSOCIATION, *Revised Model Simplified Indenture*, in *Bus. Law.*, 2000, 1115

AMERICAN BAR ASSOCIATION, *Model Simplified Indenture*, in *Bus. Law.*, 1983, 741

ANDRADE G.-KAPLAN S.N., *How Costly is Financial (not Economic) Distress? Evidence From Highly Leveraged Transactions That Became Distressed*, in *J. Fin.*, 1998, 1443 ss.

ANG J.S.-CHUA J.H.-MCCONNELL J.J., *The Administrative Costs of Corporate Bankruptcy: A Note*, in *J. Fin.*, 1982, 219 ss.

ASCARELLI T., *Problemi in tema di titoli obbligazionari*, in *Studi in tema di società*, Milano, 1952, 293 ss.

ASSOCIAZIONE DISIANO PREITE, *Il diritto delle società*⁴, a cura di U. Morera, G. Olivieri, M. Perassi, G. Presti, F. Vella, Bologna, 2012

AUTUORI L., *Artt. 2415–2420 c.c.*, in *Obbligazioni. Bilancio*, a cura di M. Notari - L.A. Bianchi, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti - L.A. Bianchi - F. Ghezzi - M. Notari, Milano, 2006, 203 ss.

AZZARO A.M., *Concordato preventivo e autonomia privata*, in *Fall.*, 2007, 1267 ss.

BAIRD D.G., Professor of Law, University of Chicago Law School ET AL. to Mitch McConnell, Majority Leader, U.S. Senate et al. (8 Dicembre 2015), <http://corpgov.law.harvard.edu/wp-content/uploads/2015/12/Trust-Indenture-Act-Scholars-Letter.pdf>.

BAJO E., *Le obbligazioni convertibili*, Roma, 2003

BALP G., *Sul progetto di riforma della legge azionaria tedesca (Aktienrechtsnovelle 2012)*, in *Riv. soc.*, 2012, 571 ss.

BANCA D'ITALIA, *Base dati statistica*

BANCA D'ITALIA, *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, N. 1, Aprile 2016

BANCA D'ITALIA, *Supplementi al Bollettino Statistico, Indicatori monetari e finanziari, Mercato finanziario*, N. 31, Giugno 2016

BARONTINI R., *Costi del fallimento e gestione delle crisi nelle procedure concorsuali, ne Gli strumenti per la gestione delle crisi finanziarie in Italia: un'analisi economica d'impresa*, a cura di L. Caprio, Milano, 1997, 79 ss.

BELLINI F., *Mancata nomina del rappresentante comune degli obbligazionisti*, nota a Trib. Monza, 13 giugno 1997, in *Società*, 1998, 175 ss.

BENVENUTO L., *Azioni, obbligazioni e strumenti finanziari*, Torino, 2011

BETKER B.L., *The Administrative Costs of Debt Restructurings: Some Recent Evidence*, in *Fin. Mgmt.* 1997, 56 ss.

BERDEJÓ C., *Revisiting the Voting Prohibition in Bond Workouts*, Loyola-LA Legal Studies Paper No. 2014-29, 2014

BILLYOU D.F., *Corporate Mortgage Bonds and Majority Clauses*, in *Yale L. J.*, 1948, 595 ss.

BISOGNO M.-DE LUCA R., *Indirect Costs of Bankruptcy: Evidence From Italian SMEs*, in *J. Acct. Fin.*, 2012, 20 ss.

BOGGIO L., *Gli accordi di salvataggio delle imprese in crisi. Ricostruzione di una disciplina*, Milano, 2007

BOLAFFIO L., *Il concordato preventivo secondo le sue tre leggi disciplinatrici*, Torino, 1932

BRADLEY M.-GULATI M., *Collective Action Clauses for the Eurozone*, in *Rev. Fin.*, 2014, 2045 ss.

BRANCADORO G.L., *Art. 2415 c.c.*, in *Società di capitali. Commentario*, a cura di G. Niccolini - A. Stagno d'Alcontres, II, Napoli, 2004, 948 ss.

BRANCADORO G.L., *Artt. 2417-2418 c.c.*, in *Società di capitali. Commentario*, a cura di G. Niccolini - A. Stagno d'Alcontres, II, Napoli, 2004, 954 ss.

BRANZOLI N.-GUAZZAROTTI G., *Il mercato dei private placement per il finanziamento delle imprese, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza (Occasional Papers)*, N. 262, Marzo 2015

BRATTON W.W., *Corporate Finance: Cases and Materials*⁶, New York, 2008

BRATTON W.W.-G.M. GULATI, *Sovereign Debt Reform and the Best Interest for Creditors*, in *Vanderbilt L. Rev.*, 2004, 1 ss.

BRATTON JR. W.W., *The Interpretation of Contracts Governing Corporate Debt Relationships*, in *Cardozo L. Rev.*, 1984, 371 ss.

BRIS A.-WELCH I.-ZHU N., *The Costs of Bankruptcy: Chapter 7 Liquidation Versus Chapter 11 Reorganization*, in *J. Fin.*, 2006, 1253 ss.

BRUDNEY V., *Corporate Bondholders and Debtor Opportunism: In Bad Times and Good*, in *Harv. L. Rev.*, 1992, 1821 ss.

BRUNO S., *Il ruolo del trustee nei prestiti obbligazionari: a proposito di una sentenza della House of Lords*, in *Trusts e attività fiduciarie*, 2009, 525 ss.

BUCHHEIT L.C.-GULATI G.M., *Sovereign Bonds and the Collective Will*, in *Emory L.J.*, 2002, 1317 ss.

BUONOCORE V., *Le obbligazioni convertibili in azioni nella legge di riforma*, Giur. Comm., 1974, 708 ss.

BUSSOLETTI M., *La posizione del possessore di obbligazioni convertibili nell'ordinamento italiano*, in Riv. dir. comm., 1980, 12 ss.

BUTTARO L., *Recensione a Domenico Pettiti, I titoli obbligazionari delle società per azioni*, in Banca, borsa tit. cred., 1965, I, 580

CABRAS G., *Le opposizioni dei creditori nel diritto delle società*, Milano, 1978

CAMPOBASSO G.F., *Controllo giudiziario preventivo e pubblicità delle deliberazioni dell'assemblea degli obbligazionisti (convegno sul tema "Attualità e limiti del controllo giudiziario sugli atti societari" organizzato dal Comitato Notarile Regionale della Campania, Napoli, 6-7 aprile 1984)*, in Riv. soc., 1984, 97 ss.

CAMPOBASSO G.F., *Diritto commerciale 2. Diritto delle società*⁹, a cura di M. CAMPOBASSO, Torino, 2015

CAMPOBASSO G.F., *Gli strumenti di finanziamento: le obbligazioni*, ne *Il diritto delle società per azioni: problemi, esperienze, progetti*, a cura di P. ABBADESSA-A. ROJO, Milano, 1993, 225 ss.

G.F. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, 5, Torino, 1988, III, 442 ss.

CAMPOBASSO G.F., *L'organizzazione degli obbligazionisti*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, 5, Torino, 1988, III, 487 ss.

CAMPOBASSO G.F., *Obbligazioni di società*, in *Digesto IV, Disc. priv., Sez. comm.*, X, Torino, 1994, 280 ss.

CARBONE C., *Le ragioni dei risparmiatori nelle cause contro le banche per la cessione delle obbligazioni "corporate"*, Napoli, 2009

CARLETTI E.-COLLA P.-GULATI, M. *Evaluating the 2013 CAC Experiment*, 2016, disponibile sul sito <http://scholarship.law.duke.edu>

CASELLA P., *Le obbligazioni convertibili in azioni*, Milano, 1983

CAVALLO BORGIA R., *Della società per azioni*, in *Commentario del Codice civile Scialoja-Branca*, a cura di F. Galgano, Bologna-Roma, 2005

CAVALLO BORGIA R., *Le azioni e le obbligazioni*, ne *Le Società*, Trattato diretto da F. Galgano, Torino, 2002

CAVALLO BORGIA R., *Le obbligazioni convertibili in azioni*, Milano, 1978

CHOI J., *WSJ The Examiners — Trust Indenture Act*, *Harv. L. Sch. Bankr. Roundtable* (6 Ottobre 2015), <http://blogs.harvard.edu/bankruptcyroundtable/2015/10/06/wsj-the-examiners-trust-indenture-act>

CIOCCA N., *Gli strumenti finanziari obbligazionari*, Milano, 2012

CLARIZIA R., *Assemblea degli obbligazionisti e rappresentante comune*, in *Società*, 1991, 320 ss.

CLOWRY K., *Debt-to-Equity Conversion in the UK and Europe*, in *European Company Law*, 2010, 51 ss.

CODAZZI E., *Art. 2415*, in *Commentario delle società*, a cura di G. Grippo, Tomo I, Artt. 2247-2435-bis, Torino, 2009, 709 ss.

COFFEE JR. J.C.-KLEIN W.A., *Bondholder Coercion: The Problem of Constrained Choice in Debt Tender Offers and Recapitalizations*, in *U. Chi. L. Rev.*, 1991, 1207 ss.

COLUSSI V., voce *Obbligazioni di Società*, *Enciclopedia Giuridica Treccani*, Roma, 1991, 1 ss.

CONCA V.-DANOVI A.-RIVA L., *Dieci anni di accordi di ristrutturazione dei debiti ex art. 182-bis L.F. Un'analisi empirica nei principali Tribunali italiani*, 2015, disponibile sul sito www.sdabocconi.it

CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, *Massima n. 125, Aumento di capitale e compensazione di crediti (artt. 2342, 2343, 2343-ter e 2465 c.c.)*, 2013

CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, *Massima n. 133, Rilevanza delle astensioni e derogabilità dei quorum assembleari nelle s.p.a. (artt. 2368, 2369, c.c.)*, 2013

CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, *Massima n. 139, Obbligazioni che danno diritto di acquisire ovvero sottoscrivere azioni (art. 2412, comma 5, c.c.)*, 2014

COSTA A., *Art. 2415 c.c.*, in *Codice commentato delle S.p.A.*, diretto da G. Fauceglia e G. Schiano di Pepe, II**, Torino, 2007, 1070

COSTA A., *Art. 2418 c.c.*, in *Codice commentato delle S.p.A.*, diretto da G. Fauceglia e G. Schiano di Pepe, II**, Torino, 2007, 1088

COSTA C., *Il rappresentante comune degli azionisti di risparmio nell'organizzazione della società per azioni*. Milano, 1984

C. COSTA, *Le assemblee speciali*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, 3, **, Torino, 1993, 501 ss.

COTTINO G., *Diritto commerciale*, I, Padova, 1976

COTTINO G. *Diritto societario*², a cura di O. Cagnasso, con la collaborazione di A. Bertolotti, Padova, 2011

COZIAN M.-VIANDIER A.-DEBOISSY F., *Droit des sociétés*²⁶, Paris, 2013

CRISTOFARO G., *Quando c'è il prestito obbligazionario internazionale*, *Guida al Diritto – Dossier*, 2011, 41

D'ALESSANDRO F., "La provincia del diritto societario inderogabile (ri)determinata". *Ovvero esiste ancora il diritto societario?*, in *Riv. soc.*, 2003, 34 ss

D'AMBROSIO R., *Art. 2415 c.c.*, in *Codice commentato delle società*², a cura di G. Bonfante-D. Corapi-G. Marziale-R. Rordorf-V. Salafia, Milano, 2007, 794 ss.

D'AMBROSIO R., *Art. 2418 c.c.*, in *Codice commentato delle società*², a cura di G. Bonfante-D. Corapi-G. Marziale-R. Rordorf-V. Salafia, Milano, 2007, 801 ss.

D'AQUINO F.-DELLADIO C.-FONTANA R.-MAMMONE F., *Guida alla legge fallimentare*, Milano, 2016

D'ATTORRE G., *Art. 177*, ne *Il concordato preventivo e gli accordi di ristrutturazione dei debiti*, a cura di A. Nigro-M. Sandulli-V. Santoro, Torino, 2014, 290 ss.

D'ATTORRE G., *Il voto nei concordati ed il conflitto di interessi fra creditori*, in *Fall.*, 2012, 757 ss.

D'ATTORRE G., *Il voto sulla proposta di concordato*, ne *La nuova mini-riforma della legge fallimentare*, a cura di M. Sandulli-G. D'Attorre, Torino, 2016, 257 ss.

DAS U.S.-PAPAIOANNOU M.G.-TREBESCH C., *Sovereign Debt Restructurings 1950-2010: Literature Survey, Data, and Stylized Facts*, IMF Working Paper, 2012

DATI G., *Art. 2415*, ne *Il nuovo diritto delle società*, a cura di A. MAFFEI ALBERTI, II, Padova 2005, 1280 ss.

DATI G., *Art. 2418*, ne *Il nuovo diritto delle società*, a cura di A. MAFFEI ALBERTI, II, Padova 2005, 1309 ss.

DE CASTELLO V., *Questioni in tema di prestito obbligazionario*, in *Giur. comm.*, 1988, nota a Trib. Prato, 21 febbraio 1986 (decr.), II, 807

DE FERRA G., *Le garanzie a favore degli obbligazionisti*, in *Riv. dir. comm.*, 1959, I, 14 ss.

DE GREGORIO A., *Corso di diritto commerciale*⁴, *Imprenditori – Società*, Roma, 1952

DE NOVA G., *Il contratto ha forza di legge*, Milano, 1993

DEL PRATO E., *Voto contro compenso*, in *Nuova giur. civ.*, 2015, 167 ss.

DE LUCA N.- STAGNO D'ALCONTRES A., *Obbligazioni di società*, in *Enciclopedia del diritto, Aggiornamento VI*, Milano, 2002, 785 ss.

DE MARTINI A., *Profilo giuridico delle obbligazioni convertibili in azioni*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 1957, I, 506 ss.

DE VITA A. (a cura di), *La disciplina delle obbligazioni in Europa*, in *Società*, 1991, 357 ss.

DI GIROLAMO F., *Le obbligazioni e gli altri titoli di debito nel fallimento dell'emittente, con uno sguardo alla riforma del diritto societario*, in *Giur. comm.*, 2008, I, 1109.

DI MAJO A., *Art. 1197, Dell'adempimento in generale, Art. 1177-1120*, in *Commentario del Codice civile Scialoja-Branca*, a cura di F. Galgano, Bologna-Roma, 1994

DI MARZIO F., *“Contratto” e “deliberazione” nella gestione della crisi di impresa, in Autonomia negoziale e crisi di impresa*, a cura di F. Di Marzio-F. Macario, Milano, 2010,

DI MARZIO F., *Il diritto negoziale della crisi d'impresa*, Milano, 2011

DOMENICHINI G., *Le obbligazioni convertibili in azioni*, Milano, 1993

DOMENICHINI G., *Il conflitto di interessi nella delibera degli obbligazionisti sulla proposta di concordato, nota a Trib. Milano, Sez. spec. in materia di impresa B, 12 febbraio 2014 (ord.)*, in *Giur. comm.*, 2015, 828 ss.

DONATIVI V., *Le obbligazioni nelle società per azioni*, in *Trattato di diritto privato*², diretto da P. Rescigno, 16, 3**, Torino, 2011

D'ORIO M.E., *Un trust a garanzia di un prestito obbligazionario. Percorsi e tendenze nella dottrina sui trusts*, in *Giur. comm.*, 1998, I, 235 ss.

DOUGLAS W.O., *Protective Committees*, in *Democracy and Finance*, a cura di J. ALLEN, New Haven, 1940, 197

ESCARRA J., *Traité théorique et pratique de l'organisation des obligataires (Groupment et Représentation)*, Paris, 1922

FANTICINI G., *I giudici europei di civil law e il trustee degli obbligazionisti*, in *Trusts e attività fiduciarie*, 2009, 255 ss.

FERRARA F., *La posizione degli obbligazionisti nel concordato della società emittente*, in *Dir. Fall.*, 1960, I, 19 ss.

FERRARA F., *Teoria del negozio illecito nel codice civile italiano*, Milano, 1902

FERRARA JR. F., *Gli imprenditori e le società*⁶, (rist. aggiornata da F. CORSI), Milano, 1980

FERRI JR G., *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, in *Riv. dir. comm.*, 2003, 805 ss.

FERRI G., *Le società*², in *Trattato di diritto civile italiano*, fondato da F. Vassalli, X, 3, Torino, 1985

FERRI G., *Recensione a Pettiti, I titoli obbligazionari delle società per azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 1965, I, 159 ss.

FINKELSTEIN C., *Financial Distress as a Noncooperative Game: A Proposal for Overcoming Obstacles to Private Workouts*, in *Yale L.J.*, 1993, 2205 ss.

FORMIGGINI A., *Diritti individuali degli azionisti privilegiati e degli obbligazionisti*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1952, 103 ss.

FRÈ G., *Le azioni a voto plurimo*, in *Riv. dir. comm.*, 1926, I, 121, 253, 489

FRÈ G., *Società per azioni*⁵, in *Commentario del codice civile* a cura di A. SCIALOJA e G. Branca, Bologna-Roma, 1982

FRUMES M.-THALASSINOS A.-GEFTER S., *The Mysterious Shelved Amendment to the Transportation Bill That Would Divide Billionaires*, in *Forbes* (4 Dicembre 2015, 11:00 AM), <http://www.forbes.com/sites/maxfrumes/2015/12/04/the-mysterious-shelved-amendment-to-the-transportation-bill-that-would-divide-billionaires/>.

GALGANO F., *Diritto civile e commerciale*, vol. III, 2, *Le società di capitali, Le cooperative*, Padova, 2004

GALGANO F., *La società per azioni, Le altre società di capitali. Le cooperative*³, Bologna, 1978

GALGANO F., *Recensione a Domenico Pettiti, I titoli obbligazionari delle società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 1964, I, 320 ss.

GALGANO F., *Repliche in tema di società personali, principio di maggioranza e collegialità*, in *Riv. dir. civ.*, 1964, I, 205 ss.

GALLI S., *Osservazioni in tema di modificazioni del prestito obbligazionario, nota a Trib. Milano, 18 settembre 1989*, in *Giur. Comm.*, II, 1991, 511 ss.

GALVIS S.J.-SAAD A.L., *Collective Action Clauses: Recent Progress and Challenges Ahead*, in *Geo. J. Int'l L.*, 2004, 713 ss.

GAUGHAN P.A., *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*⁶, Hoboken, 2015

GERMAIN M.-MAGNIER V., *Les sociétés commerciales*²¹, *Traité de droit des affaires*, 2, G. RIPERT-R. ROBLOT, sous la direction de M. Germain, Issy-les-Moulineaux, 2014

GENGHINI L.-APICELLA R., *Le obbligazioni*, in *Manuali notarili*, a cura di L. Genghini, VI, Milano-Padova, 2015

GERTNER R.-SCHARFSTEIN D., *A Theory of Workouts and the Effects of Reorganization Law*, in *J. Fin.*, 1991, 1189

GIANNATTASIO C., *Determinazione del compenso del rappresentante comune degli obbligazionisti e obbligo di corrisponderlo, nota a Trib. Milano, 29 febbraio 1968*, in *Giust. civ.*, 1960, I, 739 ss.

GIANNELLI A., *Art. 2411 c.c.*, in *Obbligazioni. Bilancio*, a cura di M. Notari - L.A. Bianchi, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti - L.A. Bianchi - F. Ghezzi - M. Notari, Milano, 2006, 27 ss.

GIANNELLI A., *Le obbligazioni ibride tra obbligo di rimborso e partecipazione sociale*, Milano, 2013

GIANNELLI G., in AA. VV., *Diritto delle società*⁵, *Manuale breve*, Milano, 2012, 161 ss.

GIANNELLI G., *Il contratto e i prestiti obbligazionari, ne I contratti per l'impresa*, a cura di G. Gitti, M. Maugeri e M. Notari, Bologna, 2012, 337 ss.

GILSON S.C., *Managing Default: Some Evidence on how Firms Choose Between Workouts and Chapter 11*, in *Corporate Bankruptcy. Economic and Legal Perspectives*, New York, 1996, 308 ss.

GILSON S.C.-KOSE J.-LANG L.H.P., *Troubled Debt Restructurings: An Empirical Study of Private Reorganization of Firms in Default*, in *J. Fin. Econ.*, 1990, 315

GIORGI G., *Teoria delle obbligazioni nel diritto moderno italiano*, VII, *Estinzione delle obbligazioni*, Firenze, 1900

GITTI G.-MAUGERI M.-NOTARI M., *Introduzione*, ne *I contratti per l'impresa*, a cura di G. Gitti, M. Maugeri e M. Notari, Bologna, 2012

GIUGIATTI M.-RICHARDS A., *The Use of Collective Action Clauses in New York Law Bonds of Sovereign Borrowers*, in *Geo. J. Int'l L.*, 2004, 815 ss.

GOSHEN Z., *Controlling Strategic Voting: Property Rule or Liability Rule?*, in *S. Cal. L. Rev.*, 1997, 741 ss.

GRANT ALLEN J., *More than a Matter of Trust: the German Debt Securities Act 2009 in International Perspective*, in *Cap. Mkt's L. J.*, 2011, 55 ss.

GRAZIANI A., *Diritto delle società*⁵, Napoli, 1963

GRECO P., *Lezioni di diritto commerciale, Impresa – Società – Titoli di credito. Nozioni generali sulla compravendita*, raccolte dai Dott. G. BERTO e G. ZAMBRUNO, Anni accademici 1941 – 1942, Torino

GRIPPO G.-BOLOGNESI C., *L'assemblea nelle società per azioni*, in *Trattato di diritto privato*², diretto da P. Rescigno, 16, 3**, Torino, 2011

GROUP OF TEN, *Report of the G-10 Working Group on Contractual Clauses*, 26 settembre 2002 <http://www.bis.org/publ/gten08.pdf>.

GUERRERA F., voce *Concordato fallimentare*, in *Diritto commerciale*, a cura di N. Abriani, Dizionari del diritto privato promossi da N. Irti, Milano, 2011, 188 ss.

GUERRERA F.-MALTONI M., *Concordati giudiziali e operazioni societarie di "riorganizzazione"*, in *Riv. soc.*, 2008

HARBOUR J.-MANNERING M., *Recent Decisions Concerning the Trust Indenture Act Underline the Limits on Out-of-Court Restructurings*, in *Banking L. J.*, 2015, 249 ss.

HAZEN T.L., *Securities Regulation*, Chicago, 2011

HOFMANN C., *Sovereign-Debt Restructuring in Europe Under the New Model Collective Action Clauses*, in *Tex. Int'l L.J.*, 2014, 385 ss.

HOUBEN M., *Giurisdizione e legge applicabile ai prestiti obbligazionari*, in *Riv. soc.*, 2015, 617 ss.

HUREAU G., *Les pouvoirs des assemblées d'obligataires*, Paris, 1948

IMF, *Progress Report on Inclusion of Enhanced Contractual Provisions in International Sovereign Bond Contracts*, disponibile sul sito www.imf.org

JAEGER P.J., *Ammissibilità e limiti dell'accordo di « cessione » del voto in cambio di « corrispettivo » (con considerazioni in merito alla c.d. « vendita del voto »)*, nota a *Cass. civ.*, 22 ottobre 1996, n. 9191, in *Giur. comm.*, 1997, II, 240

JAEGER P.J., *Il problema delle convenzioni di voto*, in *Giur. Comm.*, 1989, I, 201 ss.

KAHAN M., *Rethinking Corporate Bonds: The Trade-off between Individual and Collective Rights*, in *N.Y.U.L. Rev.*, 2002, 1040 ss.

KASHNER H.J., *Majority Clauses and Non-Bankruptcy Corporate Reorganizations—Contractual and Statutory Alternatives*, in *Bus. Law.*, 1988, 123 ss.

LA SALA G.P., *Principio capitalistico e voto non proporzionale nella società per azioni*, Torino, 2011

LAMANDINI M., *Autonomia negoziale e vincoli di sisema nella emissione di strumenti finanziari da parte delle società per azioni e delle cooperative per azioni*, in *Banca Borsa tit. cred.*, 2003, 519 ss.

LAMBRINI P., *La novazione, Lineamenti romanistici e dottrine attuali*, Padova, 2006

LANDER G.P., *U.S. Securities Law for International Financial Transactions and Capital Markets²*, St. Paul, 2013

LAWLESS R.M.-FERRIS S.P., *Professional Fees and Other Direct Costs in Chapter 7 Business Liquidations*, in *Wash. U. L. Q.*, 1997, 1207 ss.

LEOZAPPA A.M., *Diritti di categoria e assemblee speciali*, Milano, 2008

LEVINE S., *The Examiners: Rulings May Deter Companies from Registering Bonds*, WALL ST. J. (29 Settembre 2015, 3:38 PM), disponibile sul sito <http://blogs.wsj.com>

LEVITIN A., *Private Equity's Private Bill to Amend the Trust Indenture Act*, in *Credit Slips* (7 Dicembre 2015, 11:06 AM),

<http://www.creditslips.org/creditslips/2015/12/private-equitys-private-bill-to-amend-the-trust-indenture-act.html>

LEVITIN A., *The Examiners: Recalibrate the TIA for Today's Debt Markets*, in *Wall St. J.* (30 settembre 2015, 12:11 PM), disponibile sul sito <http://blogs.wsj.com>

LINCIANO N., *Quali obiettivi per la riforma della normativa fallimentare italiana? Riflessioni tra teoria economica e prassi*, in *Merc. Conc. Reg.*, 2001, 121 ss.

LO CASCIO G., *Il concordato fallimentare: aspetti attuali e prospettive future*, in *Fall.*, 2011, 385 ss.

LONCIARI A., *Il conflitto d'interessi tra portatori di obbligazioni diverse*, in *Riv. soc.*, 1995, 68 ss.

LOPUCKI L.M. - DOHERTY J.W., *The Determinants of Professional Fees in Large Bankruptcy Reorganization Cases*, in *J. Emp. L. Stud.*, 2004 111 ss.

LOSS L.-SELIGMAN J.-PAREDES T., *Fundamentals of Securities Regulation*⁶, New York, 2011

LIPSON J.C., *Governance in the Breach: Controlling Creditor Opportunism*, in *S. Cal. L. Rev.*, 2010-2011, 1035 ss.

LUBBEN S.J., *The Direct Costs of Corporate Reorganization: An Empirical Examination of Professional Fees in Large Chapter 11 Cases*, in *Am. Bankr. L.J.*, 2000, 509 ss.

MCCONNELL J.J.-SERVAES H., *The Economics of Prepackaged Bankruptcy*, in *Corporate Bankruptcy. Economic and Legal Perspectives*, New York, 1996, 322 ss.

MAKSIMOVIC V.-PHILLIPS G., *Asset Efficiency and Reallocation Decisions of Bankrupt Firms*, in *J. Fin.*, 1998, 1495 ss.

MANGONE E., *Riflessioni sulle modificazioni delle condizioni del prestito obbligazionario da parte dell'assemblea degli obbligazionisti*, NDS, 2011, 102 ss.

MANZINI G., *Le deliberazioni dell'assemblea degli obbligazionisti*, in *Riv. not.*, 1995, 571 ss.

MEGLIANI M., *Debitori sovrani e obbligazionisti esteri*, Milano, 2009

MEGLIANI M., *Sovereign Debt: Genesis-Restructuring-Litigation*, Switzerland, 2015

MIGNOLI A., *Le assemblee speciali*, Milano, 1960

MOSSA L., *Obbligazioni e obbligazionisti nella società per azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 1955, I, 77 ss.

MOYER L., *Law Professors Ask Congress to Delay Changes in Debt Law*, in *N.Y. Times: DealBook* (8 Dicembre 2015), http://www.nytimes.com/2015/12/09/business/dealbook/law-professors-ask-congress-to-delay-changes-in-debt-law.html?_r=0.

MOYER L., *Wall Street's Debt Restructuring Fight Heads to Washington*, in *N.Y. Times: DealBook* (7 Dicembre 2015), http://www.nytimes.com/2015/12/08/business/dealbook/wall-streets-debt-restructuring-fight-heads-to-washington.html?_r=0.

NATIONAL BANKRUPTCY CONFERENCE (NBC), *Proposed Amendments to Bankruptcy Code to Facilitate Restructuring of Bond and Credit Agreement Debt*, 18 dicembre 2015, <http://newnbc.wpengine.com/wp-content/uploads/2015/07/Proposed-Amendments-to-Bankruptcy-Code-to-Facilitate-Restructuring-of-Bond-and-Credit-Agreement-Debt.pdf>

NAVARRINI U., *Commentario al Codice di Commercio, II, Delle Società e delle Associazioni Commerciali*, Milano, 19(...)

NOTARI M., *Azioni e strumenti finanziari: confini delle fattispecie e profili di disciplina*, in *Banca Borsa tit. cred.*, 2003, 542 ss.

NOTARI M., *Azioni, strumenti finanziari partecipativi e obbligazioni: questioni problematiche e innovazioni significative nella riforma del 2003*, in *Bocconi Legal Papers*, 2014, 39 ss.

NOTARI M., *La raccolta dei mezzi finanziari nella s.r.l.*, in AA. VV., *La Riforma del diritto societario dieci anni dopo, Per i quarant'anni di Giurisprudenza Commerciale, Milano 13-14 giugno 2014*, Milano, 2015, 109 ss.

NOTARI M., *Le categorie speciali di azioni e gli strumenti finanziari partecipativi, ne Il nuovo ordinamento delle società*, Milano, 2003, 45 ss.

NOTARI M., *Partecipazione al rischio di impresa, strumenti finanziari e categorie giuridiche*, in *Scritti Giuridici per Piergaetano Marchetti. Liber discipulorum*, Milano, 2011, 497 ss.

MANGANO M., *Pirelli, via al riordino del debito*, ne *Il Sole 24 ore*, 13 agosto 2015, <http://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2015-08-13/pirelli-via-riordino-debito-063914.shtml?uuid=ACkn54g>.

M. ONZA, *Artt. 2415 c.c.*, in *Codice commentato delle società*, a cura di N. ABRIANI-M. STELLA RICHTER, Torino, 2010, 1406 ss.

M. ONZA, *Artt. 2417 c.c.*, in *Codice commentato delle società*, a cura di N. ABRIANI-M. STELLA RICHTER, Torino, 2010, 1415 ss.

OPLER T.C.-TITMAN S., *Financial Distress and Corporate Performance*, in *J. Fin.*, 1994, 1015 ss.

ORGANISMO ITALIANO DI CONTABILITÀ, *OIC 20 (Titoli di debito)*, Giugno 2014

OSSERVATORIO MINI-BOND, *Il Report italiano sui Mini-Bond*, Febbraio 2016, disponibile sul sito www.osservatoriom minibond.it

PALERMO G., *L'autonomia negoziale*³, Torino, 2015

PANDOLFELLI G.-SCARPELLO G.-STELLA RICHTER M.-DALLARI, G., *Codice Civile, Libro del lavoro illustrato con i lavori preparatori e disposizioni di attuazione transitorie*, Milano, 1942

PAVONE LA ROSA A., *Il registro delle imprese*, Milano, 1954

PELLEGRINO G., *L'organizzazione degli obbligazionisti*, Milano, 2008

PELLICANÒ A., *Artt. 2417-2420 bis c.c.*, in G. FRÈ, *Società per azioni*⁵, in *Commentario del codice civile* a cura di A. SCIALOJA e G. Branca, Bologna-Roma, 1982, 626 ss.

PERLINGIERI P., *Dei modi di estinzione delle obbligazioni diversi dall'adempimento, Art. 1230-1259*, in *Commentario del codice civile* a cura di A. Scialoja e G. Branca, Bologna-Roma, 1975

PERLINGIERI P.-DONISI C., *Autonomia negoziale e autonomia contrattuale*, in P. PERLINGIERI, *Autonomia negoziale e autonomia contrattuale*, estratto da *Manuale di diritto civile*⁷, Napoli, 2014, 439 ss.

PERNÍAS SOLERA S., *La quita y la conversión de los acreedores bancarios. El bail-in*, *Departamento de Investigación WP-2013-1012-BA*, 25, <http://www.ieb.es/wp-content/uploads/2014/07/bailin.pdf>.

PERRONE A., *Informazione al mercato e tutele dell'investitore*, Milano, 2003.

PESCATORE S., *Il rappresentante comune degli obbligazionisti*, in *Riv. dir. comm.*, 1968, I, 107 ss.

PETTITI D., *I titoli obbligazionari delle società per azioni*, Milano, 1964

PISANI L., *Le obbligazioni*, ne *Il nuovo diritto delle società, Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, 1, Torino, 2006, 767 ss.

PISCITELLO P., *L'acquisto di obbligazioni convertibili proprie*, in *Riv. soc.*, 1992, 208 ss.

PLATANIA A.G.–PLATANIA F., *Art. 2415 c.c.*, in AA. VV., *Società per azioni², Obbligazioni, deposito, Iscrizione e pubblicazione delle modificazioni, Recesso, Operazioni sul capitale*, ne *La Riforma del diritto societario*, a cura di G. LO CASCIO, Milano, 2007, 69 ss.

PLATANIA A.G.–PLATANIA F., *Art. 2416 c.c.*, in AA. VV., *Società per azioni², Obbligazioni, deposito, Iscrizione e pubblicazione delle modificazioni, Recesso, Operazioni sul capitale*, ne *La Riforma del diritto societario*, a cura di G. LO CASCIO, Milano, 2007, 83 ss.

PRESTAT L., *Des assemblées d'obligataires. Thèse pour le doctorat*, Paris, 1906

PUGLIESE C.B., *La novazione*, ne *L'estinzione dell'obbligazione senza adempimento*, a cura di M. Paladini, in *Diritto delle obbligazioni*, diretto da U. Breccia, in *Nuova giurisprudenza di diritto civile e commerciale*, collana fondata da W. Bigiavi, 2010, 1 ss.

PULVINO T.C., *Do Asset Fire Sales Exist? An Empirical Investigation of Commercial Aircraft Transactions*, in *J. Fin.*, 1998, 939 ss.

PUTNEY A.H., *Bills and Notes. Guaranty and Suretyship. Insurance. Bankruptcy*, Minneapolis, 1908

QUATRARO G., *Assemblee speciali di categoria*, in PANTÈ F.G.-QUATRARO G., *Azioni obbligazioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, Napoli, 2004, 117 ss.

RADICATI DI BROZOLO L.G., *La legge regolatrice dei titoli di credito*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 1998, I, 434 ss.

REILLY-BATES G.-SAEEDI D.R., *Modification of Contracts*, in AA. VV., *Contract Law, Analyzing and Drafting*, Chicago, 2015, 373 ss.

REORG RESEARCH, *Potential TIA Amendment Excluded From Congressional Committee Report on Agreed Federal Transportation Bill* (12 Gennaio 2015, 16:45 PM), <http://new.reorg-research.com/article/public/MTcyODI=>.

RIELA M., *Don't Forget About Trust Indenture Act When Restructuring Public Debt Securities Out of Court*, in *Am. Bankr. Inst. J.*, 2015, 18, 85

ROE M., *The Examiners: End the Trust Indenture Act's Bondholder Voting Ban*, in *Wall St. J.* (29 Settembre 2015, 11:04 AM), disponibile sul sito <http://blogs.wsj.com>

ROE M.J., *Bankruptcy and Corporate Reorganization: Legal and Financial Materials*, (3d ed. rev.), Harvard Law School Course Materials, Fall 2015

ROE M.J., *Giving Bondholders a Vote in Debt Restructuring*, N.Y. TIMES, (14 Dicembre 2015), disponibile sul sito www.nytimes.com

ROE M.J., *The Trust Indenture Act of 1939 in Congress and the Courts in 2016: Bringing the SEC to the Table*, in *Harv. L. Rev. F.*, 360 ss.

ROE M.J., *The Voting Prohibition in Bond Workouts*, in *Yale L.J.*, 1987, 232 ss.

ROHWER C.D.-SKROCKI A.M., *Contracts in a Nutshell*⁷, St. Paul, 2010

ROMEO C., *Novazione, remissione e tecniche di gestione dei rapporti contrattuali*, Ariccia, 2014

RONCO S., *Nomina del rappresentante comune degli obbligazionisti e determinazione del compenso, nota a ord. Trib. Parma, 10 gennaio 2005*, in *Società*, 2005, 1425 ss.

RUBINO D., *Le associazioni non riconosciute*², Milano, 1952

RUSSO E., *Norma imperativa, norma cogente, norma inderogabile, norma indisponibile, norma dispositiva, norma suppletiva*, in *Riv. dir. civ.*, 2001, I, 573 ss.

SACCHI R., *Concordato preventivo, conflitto di interessi fra creditori e sindacato dell'autorità giudiziaria*, in *Fall.*, 2009, 30 ss.

SACCHI R., *Dai soci di minoranza ai creditori di minoranza*, in *Fall.*, 2009, 1063 ss.

SACCHI R., *Gli obbligazionisti nel concordato della società*, Milano, 1981

SACCHI R., *Il principio di maggioranza nel concordato e nell'amministrazione controllata*, Milano, 1984

SALAFIA V., *Considerazioni sugli effetti della mancanza del rappresentante comune degli obbligazionisti, nota ad App. Milano, 17 novembre 1998*, in *Società*, 1999, 197 ss.

SALERNO F., *Regolamento CE n. 593/2008 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 17 luglio 2008, sulla legge applicabile alle obbligazioni contrattuali ("Roma I")*, in *Nuove leggi civ.*, 2009, 521 ss.

SANGIOVANNI V., *Emissioni di obbligazioni e scandali finanziari fra diritto internazionale privato e diritto comunitario*, in *Società*, 2007, 547 ss.

SANGIOVANNI V., *Obbligazioni e titoli di debito nel fallimento delle società*, in *Fall.*, 2010, 1229 ss.

SANGIOVANNI V., *Sulla necessità di nomina del rappresentante comune, nota a Trib. Mantova, 15 novembre 2010*, in *Giur. mer.*, 2011, 1855 ss.

SARALE M., *Obbligazioni di serie diverse, assemblea degli obbligazionisti e questioni in tema di invalidità delle deliberazioni, nota a Cass., 31 marzo 2006, n. 7693*, in *Giur. comm.*, 2007, 555 ss.

SARALE M., *Le società per azioni – Obbligazioni*, in *Giurisprudenza sistematica di diritto civile e commerciale*, fondata da W. Bigiavi, Torino, 2000.

SARALE M.-RIVARO R., *Le obbligazioni*, ne *Le nuove s.p.a.*, opera diretta da O. Cagnasso e L. Panzani, Bologna, 2010

SCARPELLO A., *La modifica unilaterale del contratto*, Padova, 2010

SCHLESINGER P., *Poteri unilaterali di modificazione (“ius variandi”) del rapporto contrattuale*, in *Giur. comm.*, 1992, 18 ss.

SHUSTER JR. G.W., *The Trust Indenture Act and International Debt Restructurings*, in *Am. Bankr. Inst. L. Rev.*, 2006, 431

SCHWARCZ S.L., *A Minimalist Approach to State “Bankruptcy”*, in *UCLA L. Rev.*, 2011, 322 ss.

SCHWARTZ A., *Bankruptcy Workouts and Debt Contracts*, in *J.L. & Econ.*, 1993, 595 ss.

SCORZA G., *Le obbligazioni convertibili in azioni*, Milano, 1971

SEMEGHINI D., *Ristrutturazioni del debito e offerte coercitive nella prassi anglo-americana - Debt restructurings and coercive offers in the anglo-american practice*, in *Nuovo dir. soc.*, 2013, 26 ss.

SENA G., *Obbligazioni di società e nuove forme di finanziamento internazionale (cenni sulle obbligazioni in moneta estera, in unità di conto europee e sulle obbligazioni indexées)*, in *Riv. dir. comm.*, 1965, I, 137 ss.

SERENI A.P., *Le società per azioni negli Stati Uniti*, Milano, 1951

SERRA A., *L'assemblea: procedimento*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, 3, *, Torino, 1994, 51 ss.

SERRA A., *Il procedimento assembleare*, ne *Il nuovo diritto delle società, Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, II, Torino, 2006, 37 ss.

SIRENA P., *Il ius variandi della banca dopo il c.d. decreto-legge sulla competitività (n. 223 del 2006)*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2007, 262 ss.

SPORTA CAPUTI F., *Acconti di liquidazione e liceità della cd. « vendita del voto »*, nota a *Cass.*, 31 agosto 2005, n. 17585, in *Società*, 2006, 855 ss.

STEFFEN R.T.-RUSSELL H.E., *Registered Bonds and Negotiability*, in *Harvard L. Rev.*, 1934, 741 ss.

STELLA RICHTER JR M., *I titoli di credito nel nuovo sistema di diritto internazionale privato*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 1996, I, 767 ss.

SWAINE R.T., *Reorganization of Corporations: Certain Developments of The Last Decade*, in *Col. L. Rev.*, 1927, 901 ss.

TALLADA CUELLAR D.M., *Sindicatos de Obligacionistas*, in *Boletín de Información del Ministerio de Justicia*, n. 184, 1952, 5 ss.

TARULLO D.K., *Rules, Discretion, and Authority in International Financial Law*, in *J. Int'l Econ. L.*, 2001, 613 ss.

TASHJIAN E.-LEASE R.C.-MCCONNELL J.J., *An Empirical Analysis of Prepackaged Bankruptcies*, in *J. Fin. Econ.*, 1996, 135 ss.

THALLER E., *Construction du droit des obligataires, Sur la notion d'une société qui existerait entre eux*, in *Annales Dr. Comm. Francais Etranger & Int'l*, 1894, 65 ss.

TOMBARI U., *Principi e problemi di "diritto societario della crisi"*, in *Riv. soc.*, 2013, 60 ss.

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI FIRENZE-CNDCEC-ASSONIME, *Linee-guida per il finanziamento alle imprese in crisi, Seconda Edizione-2015*, disponibile sul sito www.nuovodirittofallimentare.unifi.it

U.S. SEC. & EXCH. COMM'N, *Report on the Study and Investigation of the Work, Activities, Personnel and Functions of Protective and Reorganization Committees*, Washington, 1936-1940.

G. VALERI, *Manuale di diritto commerciale*, II, Firenze, 1945

VALZER A., *Gli obbligazionisti e i titolari di strumenti finanziari non partecipativi nelle procedure non concordatarie*, in *Riv. soc.*, 2014, 47 ss.

VIDEON A.-TURNER J., OLSWANG LLP, *Restructuring Bonds: Legal Issues Under English Law*, in *The International Comparative Legal Guide to: Corporate Recovery & Insolvency 2015*⁹, London, 2015, 6 ss.

VILLATA F.C., *Gli strumenti finanziari nel diritto internazionale privato*, Padova, 2008

VIVANTE C., *Trattato di diritto commerciale*⁵, II, *Le società commerciali*, Milano, 1928

WARNER J.B., *Bankruptcy Costs: Some Evidence*, in *J. Fin.*, 1977, 337 ss.

WEISS L.A., *Bankruptcy Resolution: Direct Costs and Violation of Priority of Claims*, in *J. Fin. Econ.*, 1990, 285 ss.

WOOD P.R., *International Loans, Bonds and Securities Regulation*, Londra, 1995

ZACCAGNINI M., *Alcune osservazioni in tema di ristrutturazioni di prestiti obbligazionari emessi da società quotate italiane*, in *Crisi d'impresa e ristrutturazioni. Percorsi tra banca e mercato*, a cura di F. Bruno-A. Ruozi, Assago, 2010, 194 ss.

ZACCARIA A., *La prestazione in luogo dell'adempimento fra novazione e negozio modificativo del rapporto*, Milano 1987

ZETTELMAYER J.-TREBESCH C.-GULATI M., *The Greek debt exchange: an autopsy*, (Peterson Inst. for Int'l Econ., Working Paper No. 13-8, 2013), disponibile sul sito <https://piie.com>

Indice della giurisprudenza

Giurisprudenza italiana

- Cass. 28 marzo 1930, in *Riv. dir. comm.*, 1930, II, 340
- Cass., 6 febbraio 1969, n. 389 in *Banca, borsa tit. cred.*, 1970, II, 205
- Cass., 4 marzo 1985, n. 1814, in *Giust. civ. Mass.*, 1985, fasc. 3
- Cass., 10 dicembre 1992, n. 13095, in *Giur. comm.*, II, 1994, 202
- Cass., 22 ottobre 1996, n. 9191, in *Giur. comm.*, 1997, II, 240
- Cass., sez. trib., 8 ottobre 2001, n. 12332, in *Giust. Civ.*, 2002, 680
- Cass., 26 ottobre 1995, n. 11151, in *Giur. comm.*, 1996, II, 329
- Cass., 31 agosto 2005, n. 17585, in *Società*, 2006, 854
- Cass., 31 marzo 2006, n. 7693, in *Giur. comm.*, 2007, II, 555
- App. Roma, 14 marzo 1929, in *Giur. it.*, 1929, II, 228
- App. Genova, 11 luglio 1994, in *Società*, 1995, 796
- App. Milano, 17 novembre 1998, in *Società*, 1999, 194
- Trib. Milano, 1 marzo 1951, in *Banca Borsa tit. cred.*, 1951, II, 236
- Trib. Milano, 29 febbraio 1968, in *Giust. Civ.*, 1960, I, 739
- Trib. Milano, 2 marzo 1970, in *Foro it.*, 1970, I, c. 1810
- Trib. Palermo, 6 febbraio 1984, in *Vita not.*, 1984, 1605
- Trib. Prato, 21 febbraio 1986 (decr.), in *Giur. comm.*, 1988, II, 809
- Trib. Milano, 18 settembre 1989, in *Giur. comm.*, II, 507
- Trib. Alessandria, 2 aprile 1992, in *Giur. it.*, 1992, I, 441
- Trib. Udine, 31 ottobre 1992, in *Società*, 1993, 795
- Trib. Monza, 13 giugno 1997, in *Società*, 1998, 175 e in *Riv. dir. comm.*, 1997, II, 341
- Trib. Saluzzo, 24 febbraio 2001 (ord.), in *Giur. comm.*, 2001, II 623
- Trib. Saluzzo 10 aprile 2001 (ord. coll.), in *Giur. comm.*, 2001, II 623
- Trib. Parma, 10 gennaio 2005, in *Società*, 2005, 1423
- Trib. Mantova, 15 novembre 2010, in *Giur. mer.*, 2011, 1855

Trib. Milano, Sez. spec. in materia di impresa B, 12 febbraio 2014 (ord.), in *Giur. comm.*, 2015, 828

Giurisprudenza straniera

CANADA

British America Nickel Corpn v MJ O'Brien Ltd [1927] AC 369

FRANCIA

Cass. Civ. 9 févr. 1937. D.P. 1937.1.73.

REGNO UNITO

Re Dorman, Long & Co Ltd; Re South Durham Steel and Iron Co Ltd [1933] All ER Rep 460.

Assenagon Asset Mgmt. S.A. v. Irish Bank Resolution Corp. Ltd, [2012] EWHC (Ch) 2090.

Azevedo and another v. Imcopa Importação, Exportação E Indústria De Oleos Ltda and others [2013] EWCA Civ 364.

STATI UNITI

Hackettstown Nat'l Bank v. D.G. Yuenglin Brewing Co., 74 F. 110 (2d Cir. 1896)

Case v. L.A. Lumber Prods. Co., 308 U.S. 106 (1939)

Aladdin Hotel Co v. Bloom, 200 F.2d 627 (8th Cir. 1953)

Kass v. Eastern Air Lines, Inc., in *Del. J. Corp. L.* (Del. Ch. 1986), 1074

Katz v. Oak Indus. Inc., 508 A.2d 873 (Del. Ch. 1986)

UPIC & T Co. v. Kinder-Care Learning Ctrs., Inc., 793 F. Supp. 448 (S.D.N.Y. 1992)

In re Envirodyne Indus., Inc., 174 B.R. 986, 996 (Bankr. N.D. Ill. 1994)

Federated Strategic Income Fund v. Mechala Grp. Jam. Ltd., No 99 CIV 10517 HB, 1999 WL 993648 (S.D.N.Y. Nov. 2, 1999).

In re Board of Directors of Multicanal S.A., 307 B.R. 384, 388, 391-92 (Bankr. S.D.N.Y. 2004)

Magten Asset Mgmt. Corp. v. Nw. Corp. (*In re Nw. Corp.*), 313 B.R. 595 (Bankr. D. Del. 2004)

Brady v. UBS Financial Services, Inc., 538 F.3d 1319, 1325 (10th Cir. 2008)

Bank of New York v. First Millennium, Inc., 607 F.3d 905, 917 (2d Cir. 2010)

YRC Worldwide Inc. v. Deutsche Bank Tr. Co. Ams., No. 10-2016-JWL, 2010 WL 2680336 (D. Kan. July 1, 2010).

Marblegate Asset Mgmt. v. Educ. Mgmt. Corp., 75 F. Supp. 3d 592, 617 (S.D.N.Y. 2014).

Marblegate Asset Mgmt., LLC v. Educ. Mgmt. Corp., 111 F. Supp. 3d 542, 547-553 (S.D.N.Y. 2015), *appeal docketed*, Nos. 15-2124 & 15-2141 (2d Cir. Jul. 2, 2015)

MeehanCombs Glob. Credit Opportunities Funds, LP v. Caesars Entm't Corp., 80 F. Supp. 3d 507, 513-514 (S.D.N.Y. 2015)

MeehanCombs Glob. Credit Opportunities Master Fund, LP v. Caesars Entm't Corp., No. 14-cv-7091, 2015 WL 9478240, (S.D.N.Y., Dec. 29, 2015)

BOKF, N.A. v. Caesars Entm't Corp., Nos. 15-cv-1561 (SAS) & 15-cv-4634 (SAS), 2015 WL 5076785 (S.D.N.Y. Aug. 27, 2015)

Marblegate Asset Mgmt., LLC v. Educ. Mgmt. Fin. Corp., No. 15-2124-cv(L), (2d Cir. 2017).