

Capitolo 11

**ALCUNE OSSERVAZIONI IN TEMA DI RISTRUTTURAZIONE
DI PRESTITI OBBLIGAZIONARI EMESSI DA SOCIETÀ
QUOTATE ITALIANE**

di Marco Zaccagnini,

Avvocato in Londra, Partner Studio Legale Gianni Origoni Grippo

CAPITOLO 11

Sommario: 1. Introduzione - 2. Il profilo civilistico - 2.1. Il sacrificio del singolo - 2.2. *Quorum* costitutivo e deliberativo - 2.3. Impugnativa delle delibere - 2.4. Limiti alla competenza dell'assemblea - 2.5. Deroga pattizia ai limiti alla competenza assembleare - 2.6. Decisioni dell'assemblea su proposte di concordato - 2.7. Profili di diritto internazionale privato - 3. Il profilo regolamentare.

1. Introduzione

Nel presente contributo vengono discusse alcune tematiche di carattere legale e regolamentare inerenti alla ristrutturazione di prestiti obbligazionari emessi da società quotate italiane. Sono tematiche di grande fascino per chi si occupa di diritto societario.

Gli interessi sottesi sono di enorme importanza per le imprese e il sistema finanziario nel suo complesso: da un lato, si tratta di consentire alle società in crisi di evitare il fallimento rinegoziando le condizioni dei prestiti emessi; dall'altro, di tutelare la posizione individuale dei singoli investitori a fronte di modifiche peggiorative alle condizioni dei prestiti e quindi, in ultima analisi, di preservare la fiducia del mercato nello strumento "obbligazione". Ci soffermeremo in particolare su due aspetti: uno propriamente **civilistico**, relativo ai limiti entro cui la minoranza dissenziente degli obbligazionisti può essere vincolata ad accettare i termini di una ristrutturazione; e uno **regolamentare**, relativo agli aspetti informativi dell'operazione.

2. Il profilo civilistico

2.1. Il sacrificio del singolo

In pratica, non è normalmente possibile ottenere il consenso unanime degli obbligazionisti alla ristrutturazione di un prestito.

Il Codice Civile prevede pertanto che le modifiche alle condizioni delle obbligazioni possano essere approvate con il voto favorevole della **maggioranza degli obbligazionisti** riuniti in assemblea¹.

Le delibere dell'assemblea sono vincolanti per la totalità degli obbligazionisti, inclusi quelli dissenzienti.

¹ Vengono in rilievo in particolare gli artt. 2415 e ss., contenuti nel Libro V, Titolo V, Capo V, Sezione VII (Delle obbligazioni) del *Codice civile*, che disciplinano l'organizzazione degli obbligazionisti di società per azioni.

In presenza di una delibera assembleare, al singolo obbligazionista è preclusa la possibilità di esperire azioni individuali a tutela della propria posizione creditoria. L'art. 2419 c.c. stabilisce infatti che le azioni individuali dei singoli obbligazionisti nei confronti dell'emittente devono essere comunque **compatibili con le deliberazioni assembleari**.

Nei regolamenti dei prestiti si incontrano non di rado previsioni volte a rafforzare ulteriormente questo principio, precludendo qualsiasi azione del singolo obbligazionista nelle more di una decisione assembleare (le cosiddette "no action clauses"). Sulla validità di queste disposizioni sembra ormai essersi creato un certo consenso.

2.2. Quorum costitutivo e deliberativo

All'assemblea degli obbligazionisti si applicano, *mutatis mutandis*, le disposizioni relative all'assemblea straordinaria dei soci di società per azioni, incluse quelle relative al *quorum* costitutivo e deliberativo².

Tuttavia, per modificare le condizioni del prestito, l'art. 2415 c.c. richiede il voto favorevole della **metà del valore nominale delle obbligazioni in circolazione anche in seconda convocazione**. Secondo la prevalente dottrina, la regola dovrebbe applicarsi anche per le convocazioni successive alla seconda³.

Vi è consenso generalizzato sul fatto che il regolamento dei prestiti non possa derogare ai *quorum* minimi previsti dalla legge, mentre sarebbe sempre possibile prevedere *quorum* ulteriormente rafforzati.

2.3. Impugnativa delle delibere

Per quanto riguarda l'impugnativa delle delibere, valgono in via di principio le regole previste dal Codice Civile nei casi di nullità e annullabilità delle delibere di società per azioni.

Così, le deliberazioni dell'assemblea che non siano adottate in conformità alla legge o al regolamento del prestito possono essere impugnate da **obbligazionisti assenti o dissenzienti** che detengano una **percentuale mi-**

² Cfr. l'art. 2415 c.c. Pertanto, l'assemblea degli obbligazionisti si considera regolarmente costituita con la presenza di tanti obbligazionisti che rappresentino almeno la metà del valore nominale dei prestiti (un terzo in seconda convocazione e un quinto nelle successive convocazioni) e delibera con il voto favorevole di obbligazionisti che rappresentino almeno i due terzi del valore nominale delle obbligazioni rappresentato in assemblea.

³ In particolare, si veda Autuori L., *Organizzazione degli Obbligazionisti*, in *Obbligazioni Bilancio*, Notari M. e Bianchi L. (a cura di), in Marchetti P. e Bianchi L. (a cura di), *Commentario alla riforma delle società*, Egea, Milano, 2006, 236.

nima di titoli⁴. La nullità delle deliberazioni può altresì essere eccepita nei casi **tassativi** e nei termini previsti dall'art. 2379 c.c.⁵.

E' interessante in particolare constatare come possono atteggiarsi le ipotesi di annullabilità delle delibere per “**conflitto di interessi**”⁶ e “**abuso di maggioranza**”⁷ nel contesto della ristrutturazione di un prestito obbligazionario, dove alcuni soggetti (gli azionisti *in primis*, ma anche altri creditori finanziari e commerciali esclusi dalla ristrutturazione) hanno un immediato e comprovabile interesse alla riduzione del debito.

L'art. 2415, comma 4, c.c. esclude espressamente che la società emittente, per le obbligazioni da essa eventualmente possedute, possa votare in sede di assemblea degli obbligazionisti. La dottrina (ma non la giurisprudenza prevalente) tende ad estendere questo divieto anche agli azionisti dell'emittente o di altra società controllante l'emittente⁸.

2.4. Limiti alla competenza dell'assemblea

Nel mondo degli Eurobond, dove la legge applicabile è, nella stragrande maggioranza dei casi, quella inglese, la competenza dell'assemblea degli obbligazionisti nel modificare le condizioni dei prestiti non sembra incontrare significativi limiti.

Di regola, con le maggioranze previste dai *terms and conditions* (dettate in genere dai requisiti dei mercati di quotazione dei titoli), l'assemblea si riserva la facoltà di posticipare la scadenza o il pagamento degli interessi, modificare la valuta di denominazione, ridurre o financo cancellare l'obbligo di rimborso.

⁴ Cfr. art. 2377 c.c. La percentuale è pari all'1 per mille, salvo che lo Statuto non preveda una percentuale inferiore.

⁵ In particolare, la nullità può essere eccepita in caso di mancata convocazione dell'assemblea, mancanza del verbale ed impossibilità o illiceità dell'oggetto.

⁶ Ai sensi dell'art. 2373 c.c., sono impugnabili le deliberazioni approvate con il voto determinante di soggetti che abbiano un interesse in conflitto, qualora tali deliberazioni possano arrecare un danno.

⁷ In base alla dottrina dell' "abuso di maggioranza" (fatta propria dalla giurisprudenza), sarebbero impugnabili le deliberazioni che siano il risultato di un'intenzionale attività fraudolenta della maggioranza diretta a provocare la lesione dei diritti della minoranza e rivolta al conseguimento di interessi estranei al rapporto di credito. Si veda Quatraro B. *et alii*, *Le deliberazioni assembleari e consiliari*, Milano, 1996, Tomo I, 240; Lener R. e Tucci A., *Le Società di Capitali - L'Assemblea nelle Società di Capitali*, in BESSONE M. (a cura di), *Trattato di Diritto Privato*, Torino, 200, 219.

⁸ Si veda, per tutti, Campobasso G., *Le Obbligazioni*, in Colombo G.E. e Portale G.B., *Trattato delle Società per Azioni*, Torino 1998, vol. 5, 502.

Ci si è interrogati se lo stesso valga per le obbligazioni disciplinate dal nostro Codice civile ovvero se vi siano limiti di legge alla competenza assembleare che non possano essere travalicati.

In una prima fase⁹, la dottrina tendeva a considerare come modificabili dall'assemblea solo i **termini "accessori"** dei prestiti. Si riteneva invece che la modifica dei **termini "sostanziali"** - inclusi i termini economici quali data di scadenza, valore di rimborso, tasso di interesse - esulasse dalla competenza assembleare. Il che, in buona sostanza, significava rendere impraticabili le ristrutturazioni.

La dottrina più recente ha cercato di superare questa dicotomia:¹⁰ le modifiche alle condizioni dei prestiti potrebbero anche riguardare aspetti "sostanziali", ma dovrebbero sempre e comunque rispondere all'interesse degli obbligazionisti intesi come classe. Così, sarebbe ingiustificabile una rinuncia totale al rimborso, mentre sarebbero astrattamente ipotizzabili una riduzione dello stesso o una modifica al piano d'ammortamento finalizzate ad evitare un probabile fallimento (laddove la percentuale di recupero attesa nel fallimento è potenzialmente inferiore al valore di rimborso "ridotto" a seguito della modifica alle condizioni).

In aggiunta a questo limite, secondo un orientamento più restrittivo, le modifiche alle condizioni del prestito non potrebbero comunque giungere a "snaturare" il rapporto di mutuo sottostante all'obbligazione. In altre parole, il **rimborso al valore nominale** e la **remunerazione** (anche ridotta) **del prestito** dovrebbero essere **in ogni caso preservati**.

Secondo i fautori di questo orientamento, sarebbe al più possibile prevedere una diversa articolazione del piano di ammortamento, una riduzione del tasso di interesse o una temporanea sospensione del pagamento degli stessi; ma non la rinuncia alla restituzione del capitale (anche parziale), la rinuncia definitiva al pagamento degli interessi, la conversione forzata delle obbligazioni in azioni, l'inserimento di clausole di subordinazione o di opzioni di rimborso sotto la pari a favore dell'emittente.

Al riguardo, è stato tracciato un parallelo con il sistema di tutela previsto per il socio di società per azioni, al quale, in ipotesi di modifiche dello statuto così radicali da "snaturare" il rapporto societario (quali, ad esempio, la modifica dell'oggetto sociale o il trasferimento della sede all'estero), è riconosciuta la facoltà di recedere dalla società¹¹.

⁹ Una sintesi delle principali posizioni si trova anche in Sarale M., *Le società per azioni - Obbligazioni*, in *Giurisprudenza Sistematica di Diritto Civile e Commerciale*, di Bigiavi W., Torino, 2000, 419 e ss.

¹⁰ A tal riguardo, si veda Campobasso G., *cit.*, 487.

¹¹ Cfr. l'art. 2473 c.c.

Infine, qualcuno si è chiesto se le modifiche debbano comunque rispettare un **principio di parità ed equità di trattamento**. Non solo (questo è ovvio) nel senso che si debbano applicare indiscriminatamente a tutti i portatori della medesima serie di obbligazioni. Ma, più in generale, che i sacrifici della ristrutturazione debbano essere equamente ripartiti tra obbligazionisti, altre classi di creditori finanziari (le banche e i creditori subordinati *in primis*) e azionisti, secondo i rispettivi gradi di subordinazione.

Portato all'estremo, tale principio condurrebbe ad affermare che il diritto al rimborso degli obbligazionisti possa essere sacrificato solo una volta che gli azionisti esistenti (e gli altri creditori più subordinati) siano stati azzerati.

2.5. Deroga pattizia ai limiti alla competenza assembleare

A fronte di questi dubbi interpretativi, la dottrina si è interrogata se la competenza dell'assemblea possa essere ampliata "pattizamente", tramite l'inserimento di apposite previsioni nel regolamento del prestito. In altri termini, ci si è chiesti se l'autonomia negoziale delle parti possa prevedere una competenza dell'organo assembleare che esorbits eventuali limiti imposti dall'ordinamento.

L'orientamento prevalente sembra dare risposta affermativa, fermo restando, secondo i più, che il limite dell' "interesse degli obbligazionisti intesi come classe" deve essere considerato sempre e comunque **invalidabile**.

Al riguardo, viene anche ricordato che lo strumento obbligazionario, così come disciplinato nell'ordinamento italiano, è uno **strumento "tipico"** e, come tale, deve mantenere un nucleo minimo di caratteristiche uniformi e riconoscibili dall'investitore; questa "tipicità", se da un lato ne favorisce la circolazione sul mercato, dall'altro non può che limitare in qualche misura l'autonomia negoziale delle parti, anche con riferimento all'ampliamento delle competenze assembleari.

In conclusione, sembra giustificata la prassi di esplicitare nei regolamenti dei prestiti l'ambito della competenza assembleare, indicando tra l'altro espressamente la possibilità di ridurre il valore di rimborso o il tasso di interesse, sospendere il pagamento degli interessi, prevedere il rimborso anticipato in natura attraverso la consegna di azioni, introdurre clausole di subordinazione, modificare i *covenant* finanziari.

2.6. Decisioni dell'assemblea su proposte di concordato

Le perplessità relative alle competenze dell'assemblea nell'approvare modifiche peggiorative alle condizioni dei prestiti obbligazionari non sorgono ovviamente in presenza di un concordato preventivo o fallimentare. Qui i diritti degli obbligazionisti, insieme a quelli delle altre classi di creditori, sono

infatti altrimenti tutelati dalle regole di “*par condicio*” e dal vaglio del Tribunale fallimentare¹².

In questi casi, l’oggetto del dibattito è stato piuttosto come debba essere computato il voto degli obbligazionisti ai fini dell’approvazione del concordato.

Sembra pacifico che la manifestazione di volontà degli obbligazionisti abbia ad oggetto la definizione dell’atteggiamento da tenersi in merito alla proposta di concordato¹³.

A votare sulla proposta, in base all’indirizzo dato dall’assemblea, sarebbe il rappresentante comune degli obbligazionisti, che esprimerebbe un **voto “univoco”** (vale a dire o favorevole o contrario) per conto di tutti gli obbligazionisti (con l’esclusione della società emittente, in relazione alle obbligazioni eventualmente detenute dalla stessa), compresa la minoranza dissenziente alla delibera.

Più controverso è invece se, ai fini del computo delle maggioranze per l’approvazione del concordato, il **voto del rappresentante comune** debba essere inteso come un **singolo voto** o come **tanti voti quanti sono gli obbligazionisti**.

La dottrina sembrerebbe preferire la seconda interpretazione osservando che, in mancanza di una delibera dell’assemblea, ciascun obbligazionista avrebbe la facoltà di votare direttamente ed autonomamente sulla proposta di concordato ai sensi dell’art. 2419 c.c.¹⁴.

Non è tuttavia del tutto risolto il tema della **modalità di computo del numero degli obbligazionisti** nei casi in cui i titoli siano detenuti attraverso un sistema di gestione accentrato.

2.7. Profili di diritto internazionale privato

Il tema civilistico “italiano” verrà sicuramente in rilievo ogniqualvolta le obbligazioni siano (a) emesse direttamente dalla società quotata italiana e (b) disciplinate dal diritto italiano.

¹² Le proposte di concordato, che devono essere discusse ed accettate sulla base di specifiche procedure giudiziarie (dettagliatamente indicate nella legge fallimentare), per espressa previsione di legge, possono prevedere la suddivisione dei creditori in classi secondo l’omogeneità della posizione giuridica e degli interessi economici. Tale suddivisione deve essere ispirata al principio della parità dei creditori. In ogni caso il tribunale fallimentare, in sede di ammissione alla procedura, è chiamato a valutare la correttezza dei criteri di formazione delle diverse classi.

¹³ Si veda, a tal riguardo, Campobasso G., *cit.*, 499.

¹⁴ Tale articolo prevede che le azioni individuali degli obbligazionisti non sono precluse, salvo che le stesse non siano incompatibili con le deliberazioni validamente assunte dall’assemblea degli obbligazionisti.

Il medesimo tema non rilevarebbe, invece, quando l'emittente è una controllata estera della società quotata italiana (ad esempio, un veicolo di emissione lussemburghese) e i titoli sono disciplinati da una legge straniera.

Come è noto, negli ultimi anni si è invertita la precedente tendenza a utilizzare veicoli esteri per la raccolta. Quello dei limiti alla competenza dell'assemblea degli obbligazionisti è quindi un tema destinato ad assumere un'importanza maggiore negli anni a venire di quanta non ne abbia avuta nel contesto delle ristrutturazioni che hanno interessato società italiane nel recente passato¹⁵.

Ci si è interrogati se una società italiana possa emettere **obbligazioni disciplinate da una legge straniera**¹⁶, e se in questo caso si applichino comunque i limiti alla competenza assembleare sopra delineati.

L'orientamento prevalente, partendo dalla constatazione che le obbligazioni altro non sono che un rapporto di mutuo "cartolarizzato" e sottolineando quindi la natura "contrattuale" della fattispecie, sembra riconoscere la possibilità per una società italiana di emettere obbligazioni disciplinate da un ordinamento straniero¹⁷. Secondo i fautori di questo orientamento, analogamente a qualsiasi altro contratto, la **scelta della legge applicabile** sarebbe rimessa all'**autonomia delle parti**¹⁸.

Non manca tuttavia chi, mettendo in rilievo l'aspetto "istituzionale" più che quello "contrattuale" della fattispecie, ritiene che il prestito obbligazionario, in quanto oggetto della disciplina del libro V, capo V del Codice civile, sia ine-

¹⁵ Negli scorsi anni il mercato ha conosciuto svariati casi di ristrutturazione di obbligazioni che erano state emesse da veicoli lussemburghesi. E' stato il caso, solo per menzionarne alcuni, delle obbligazioni dei gruppi Cirio (tranne una serie), Arena, Fantuzzi, Risanamento, Tiscali e Fin. part. I titoli, in molti casi, erano quotati sulla Borsa di Lussemburgo. Le obbligazioni erano invariabilmente garantite interamente dalle società italiane che di fatto assumevano il rischio economico dell'operazione e sulla cui solvenza il mercato degli obbligazionisti faceva affidamento. I regolamenti dei prestiti in questione erano disciplinati dalla legge inglese. Le proposte di ristrutturazione, e le relative modifiche alle previsioni dei *terms and conditions*, venivano generalmente sottoposte all'approvazione delle assemblee degli obbligazionisti (*noteholders meeting*), che erano chiamate a deliberare ai sensi delle procedure e con le maggioranze previste negli specifici *trust deed* sottoscritti in relazione ai prestiti obbligazionari.

¹⁶ La scelta della legge inglese quale legge che regola le obbligazioni servirebbe ad allineare maggiormente i termini del prestito agli *standard* dell'euromercato, facilitandone il collocamento presso investitori esteri.

¹⁷ Il riferimento corretto sarebbe, dunque, all'art. 57 della legge n. 218 del 31 maggio 1995, il quale, come noto, contiene un rinvio alle disposizioni della Convenzione di Roma del 19 giugno 1980 sulla legge applicabile alle obbligazioni contrattuali. Si segnala, peraltro, che, per quanto riguarda gli Stati membri dell'Unione Europea, ai contratti conclusi a decorrere dal 17 dicembre 2009 si applica il Regolamento (CE) n. 593/2008 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 17 giugno 2008, sulla legge applicabile alle obbligazioni contrattuali (Roma I), il quale ha sostituito la Convenzione di Roma. In ogni caso, ai sensi di entrambe le discipline sopra menzionate, resta valido il principio dell'autonomia delle parti nella scelta della legge applicabile.

¹⁸ Si veda Autuori L., *cit.*, 251 e ss.

stricabilmente legato alla natura societaria dell'emittente e debba pertanto essere disciplinato dalla "*lex societatis*" (cioè dalla legge dello Stato nel cui territorio è stato perfezionato il procedimento di costituzione della società),¹⁹ negando ogni autonomia delle parti di selezionare una diversa legge per la disciplina dei titoli.

Ma anche coloro (e sono i più) che riconoscono l'autonomia delle parti nello scegliere la legge applicabile si sono posti il dubbio se le norme sull'organizzazione degli obbligazionisti debbano comunque considerarsi **applicabili ai prestiti disciplinati da una legge estera**, in quanto "norme di applicazione necessaria".

Qui le posizioni ancora una volta divergono. In ultima analisi, la risposta non potrà prescindere dall'apprezzamento dello specifico interesse tutelato dalla disposizione di legge cui si intenda derogare.

Per esempio, vi è un consenso generalizzato sul fatto che le norme riguardanti l'approvazione dei concordati, in quanto non inerenti esclusivamente al rapporto negoziale tra emittente ed obbligazionisti, ma poste a presidio di interessi generali, andrebbero considerate come norme "di applicazione necessaria"²⁰.

3. Il profilo regolamentare

Secondo un indirizzo ormai consolidato della Commissione Nazionale per le Società e la Borsa, qualora gli obbligazionisti residenti in Italia siano in numero superiore a 100 e le modifiche ai termini delle obbligazioni siano "sostanziali" (tali cioè da configurare, nel giudizio della Consob, una nuova proposta di investimento), la sollecitazione di voto nell'assemblea degli obbligazionisti integrerebbe la fattispecie dell' "offerta pubblica di scambio"²¹.

Caratterizzare una proposta di ristrutturazione di un prestito obbligazionario quale offerta pubblica di scambio significa rendere applicabili alla fatti-

¹⁹ Questa impostazione contrasta con il dettato letterale dell'art. 25 della legge n. 218 del 31 maggio 1995, che non indica espressamente l'organizzazione degli obbligazionisti tra le materie regolate dalla norma.

²⁰ Ad esempio, laddove si prevede l'obbligo che la notizia della proposta di concordato sia data al rappresentante comune degli obbligazionisti ovvero che l'assemblea degli obbligazionisti deliberi sulla proposta di concordato.

²¹ Tale definizione, contenuta nell'art. 1, comma 1 lett. (v) del Testo Unico della Finanza (decreto legislativo n. 385 del 1 settembre 1993), definisce offerta pubblica di acquisto o di scambio: "ogni offerta, invito a offrire o messaggio promozionale, in qualsiasi forma effettuati, finalizzati all'acquisto o allo scambio di prodotti finanziari e rivolti a un numero di soggetti e di ammontare complessivo superiori a quelli indicati nel regolamento previsto dall'art. 100, comma 1, lettere b) e c); non costituisce offerta pubblica di acquisto o di scambio quella avente a oggetto titoli emessi dalle banche centrali degli Stati comunitari".

specie gli obblighi di comunicazione e le regole sullo svolgimento dell'offerta di cui agli artt. 101-*bis*, 102 e 103 del Testo Unico della Finanza e agli artt. 35 e seguenti del Regolamento Consob concernente la disciplina sugli emittenti²². Tra l'altro, rende obbligatoria la pubblicazione di un documento d'offerta redatto in base agli schemi allegati al citato Regolamento.

In più occasioni, la Consob ha espresso l'opinione che non vale ad escludere la qualificazione dell'operazione come "offerta di scambio" il fatto che il singolo obbligazionista non ha la possibilità di accettare o rigettare l'offerta **indipendentemente dalla volontà assembleare**²³.

La posizione assunta dalla Consob non è andata esente da critiche. Difficile è parso, in particolare, distinguere la posizione dell'obbligazionista chiamato a votare su modifiche alle condizioni del prestito da quella di un azionista rispetto a modifiche statutarie o proposte di fusione, operazioni che, di contro, non sono caratterizzate come offerte di scambio.

Difficile da mettere a fuoco è anche parso il concetto di modifiche "così sostanziali da configurare una nuova proposta di investimento", per via delle scarse indicazioni date dalla Consob al riguardo.

Nella citata comunicazione, ad esempio, vien detto che un posticipo della scadenza o una conversione in azioni sarebbero modifiche sostanziali, mentre un semplice *step up* degli interessi non lo sarebbe.

Vi sono tuttavia diverse tipologie di modifiche (quali modifiche ai *covenant* finanziari, posticipi del pagamento degli interessi, eccetera) su cui non ci sono indirizzi espressi.

Secondo la Consob, neppure il fatto che le modifiche alle condizioni del prestito sarebbero realizzate nel contesto di un piano di ristrutturazione o di un concordato sancito da un Tribunale fallimentare varrebbe a modificare

²² Regolamento di attuazione del Testo Unico della Finanza adottato con delibera Consob n. 11971 del 14 maggio 1999, come successivamente modificato.

²³ Nel caso contemplato dalla Consob nella propria comunicazione 4001931 del 13 gennaio 2004, ad esempio, la ristrutturazione prevista consisteva in una serie di modifiche delle condizioni del prestito obbligazionario, detenuto da circa 3.200 investitori al dettaglio, da attuarsi tramite delibera straordinaria dell'assemblea degli obbligazionisti. In particolare, il piano prevedeva una nuova scadenza del prestito ed un'estensione della durata per ulteriori 4 anni rispetto alla scadenza originaria. Nonostante le modifiche dovessero essere adottate tramite una risoluzione straordinaria dell'assemblea degli obbligazionisti e gli investitori non avessero la possibilità di accettare o rigettare l'offerta individualmente, le modifiche alle condizioni del prestito sono state considerate così sostanziali (alla luce, in particolare, del posticipo della data di rimborso) da configurare una nuova proposta di investimento e le relative proposte qualificate come offerta di scambio. In tale comunicazione, la Consob ha anche precisato, come conseguenza del principio affermato, che modifiche meno sostanziali del regolamento del prestito (ad esempio, un mero aumento del tasso di interesse), non comportando una nuova scelta di investimento nella società potrebbero non essere considerate talmente rilevanti da far qualificare l'operazione come un'offerta di scambio.

l'analisi; tale posizione è stata tra l'altro sostenuta in una comunicazione²⁴ che riguardava due "Scheme of Arrangements" disciplinati dal diritto inglese e realizzati ai sensi dello *U.K. Companies Act* del 1985 sotto il controllo del tribunale inglese²⁵.

Si segnala peraltro che in altre occasioni²⁶, la Consob ha addirittura qualificato la ristrutturazione del debito come una "**sollecitazione all'investimento**", fattispecie attualmente riconducibile nella sostanza all'offerta al pubblico di sottoscrizione e di vendita²⁷.

Un orientamento di questo tipo, peraltro seguito nella prassi con minore frequenza dalla Consob, significherebbe rendere applicabili alla fattispecie gli obblighi informativi e di pubblicazione di un prospetto di cui agli artt. 94 e ss. del Testo Unico della Finanza. Anche in questo secondo caso, dunque, tale inquadramento comporterebbe per l'emittente una serie di adempimenti informativi e di costi non meno onerosi rispetto a quelli già sopra accennati con riferimento alla fattispecie dell'"offerta pubblica di scambio".

Il tema di carattere regolamentare relativo agli obblighi di informativa verrà in rilievo ogniqualvolta gli obbligazionisti cui è indirizzata la proposta di ristrutturazione si trovino in Italia, anche laddove l'emittente sia un veicolo estero e le obbligazioni siano disciplinate da una legge straniera.

Degli effetti di questa impostazione sulle operazioni transfrontaliere (e sui portatori di obbligazioni estere in Italia) si discute specificatamente in un altro contributo alla presente pubblicazione²⁸.

²⁴ Comunicazione n. 3021235 del 3 aprile 2003. Nella comunicazione della Consob si legge che, in tale complessa operazione di ristrutturazione del debito di un intero gruppo societario, il Tribunale inglese aveva la competenza di convocare un'assemblea degli obbligazionisti, la quale avrebbe dovuto accettare l'intero piano di ristrutturazione del debito e le conseguenti modifiche ai regolamenti delle obbligazioni.

²⁵ Nell'assumere questa posizione, la Consob non ha evidentemente considerato determinante il già citato orientamento della dottrina, che identifica l'oggetto della manifestazione di volontà degli obbligazionisti nella "definizione dell'atteggiamento da tenersi in merito alla proposta" di concordato, mentre a votare sulla proposta, in base all'indirizzo dato dall'assemblea, sarebbe il solo rappresentante comune.

²⁶ Nella Comunicazione n. 3033091 del 20 maggio 2003, la Consob ha analizzato la ristrutturazione del debito di alcune società facenti parte dello stesso gruppo. Il piano di tale ristrutturazione prevedeva, fra le altre cose, (i) la rinuncia, da parte dei portatori delle obbligazioni emesse dalle diverse società coinvolte, ad una percentuale del loro credito, (ii) l'accollo della restante percentuale del debito da parte di una delle società del gruppo e (iii) la corresponsione agli obbligazionisti di un numero di azioni di nuova emissione di tale ultima società, in misura pari al credito non rinunciato.

²⁷ Tale tipo di offerta, disciplinata nella Parte IV, Titolo II, Capo I del Testo Unico della Finanza, si riferisce ad "ogni comunicazione rivolta a persone, in qualsiasi forma e con qualsiasi mezzo, che presenti sufficienti informazioni sulle condizioni dell'offerta e dei prodotti finanziari offerti così da mettere un investitore in grado di decidere di acquistare o di sottoscrivere tali prodotti finanziari, incluso il collocamento tramite soggetti abilitati" (definizione contenuta nell'art. 1, comma 1 lett. (t) del Testo Unico della Finanza).

²⁸ In taluni casi, la Consob ha sanzionato la diffusione di informazioni su proposte di modifica alle condizioni dei prestiti di società estere rivolte, *inter alios*, ad investitori italiani, e diffuse tramite sistemi di

(segue)

gestione accentrata quali Clearstream. (Cfr. delibere Consob nn. 14424 e 14425 del 2004). Interessante constatare come, più di recente, la Consob abbia invece adottato dei correttivi all'interpretazione delle disposizioni del Regolamento sugli emittenti in materia di offerte pubbliche di scambio transfrontaliere, contestualmente promosse in più Paesi dell'Unione Europea (cfr. Comunicazione n. 9034174 del 16 aprile 2009 e, da ultimo, modifiche al Regolamento sugli Emittenti adottate con delibera 16893 del 14 maggio 2009).