

## **Il Prestito Obbligazionario**

### **Dall'emissione alla sua collocazione nel mercato**

Il paper analizza il prestito obbligazionario come forma di finanziamento a medio-lungo termine, usato frequentemente dalle società per ridurre l'esposizione al rischio di concentrazione bancaria. Questo consente alle società di raccogliere liquidità direttamente dai mercati emettendo titoli di debito denominati *Corporate Bond*. Lo studio di questi strumenti risulta essenziale per analizzare le strategie finanziarie per la crescita aziendale e la gestione del rischio creditizio nel mercato dei capitali.

Verrà così analizzata nel dettaglio l'obbligazione e la sua emissione, approfondendo l'intero iter del titolo all'interno del mercato.

Per concludere verrà riportato un caso concreto di quest'estate di collocazione del titolo obbligazionario che vede la società italiana Farmagorà richiedere un prestito obbligazionario da 18 milioni di euro per il suo piano di sviluppo.

**Sommario**

|                                      |    |
|--------------------------------------|----|
| Introduzione .....                   | 3  |
| Le obbligazioni .....                | 6  |
| Che cosa sono le obbligazioni.....   | 6  |
| Elementi fondamentali .....          | 6  |
| Tipologie di obbligazioni .....      | 7  |
| Quadro normativo .....               | 9  |
| L'emissione delle obbligazioni ..... | 9  |
| Introduzione .....                   | 9  |
| Primo livello.....                   | 10 |
| Secondo livello.....                 | 13 |
| Limiti all'emissione .....           | 14 |
| Diritti dell'investitore.....        | 16 |
| Caso: Farmagorà .....                | 17 |
| Bibliografia .....                   | 19 |

### Introduzione

Il prestito obbligazionario è una forma di finanziamento a medio – lungo termine con cui le società oppure gli enti pubblici raccolgono denaro, rivolgendosi a molte persone o investitori, invece di richiederlo a una banca. La società emette delle obbligazioni, dei titoli che rappresentano piccole parti del prestito complessivo. Gli investitori che acquistano le obbligazioni prestano denaro alla società. Questa in cambio si impegna a pagare loro gli interessi e a restituire il denaro entro la scadenza.

Il prestito obbligazionario può essere così riassunto in un unico grande prestito, diviso in una serie di piccoli titoli. (1)

Per fornire un esempio, una società emette 1000 obbligazioni ciascuna di un valore pari a 1000 euro. Il prestito in questo caso ha una durata di 5 anni e offre un tasso di interesse annuo del 4%. Nel caso in cui un investitore volesse acquistare una di queste obbligazioni e pagasse 1000 euro, ogni anno egli riceverebbe 40 euro di interessi. Alla scadenza del prestito percepirà i suoi 1000 euro che aveva prestato. Così facendo, la società ha emesso sul mercato 1000 obbligazioni, avendo la possibilità di ottenere 1 milione di euro dagli investitori.

I soggetti coinvolti sono la società, emittente delle obbligazioni e che una volta aver ricevuto il denaro diventa debitrice, e gli investitori, i quali acquistano le obbligazioni e diventano creditori. Essi non diventano soci, a differenza di quanto accade se si dovessero acquistare delle azioni di una società. L'obbligazione, invece, è il titolo che mostra l'esistenza del suddetto prestito e contiene tutte le condizioni necessarie alla stipulazione di esso: l'importo, la durata, gli interessi e il rimborso.

Sono diverse le ragioni che possono spingere una società a richiedere un prestito obbligazionario. Questo avviene nel caso in cui una società abbia bisogno di molto denaro, voglia finanziare un progetto oppure che voglia ridurre la sua dipendenza da finanziamenti forniti dalle banche. A differenza del mercato azionario, il mercato obbligazionario è molto meno rischioso. Chiaramente, però, può sussistere il caso in cui la società possa essere insolvente: non riesca a pagare le cedole, a restituire il capitale oppure a non rispettare la scadenza. Altri rischi che sorgono in capo all'investitore possono essere la diminuzione del valore dell'obbligazione, nel caso aumentassero i tassi di interesse oppure un'eventuale riduzione del valore reale degli interessi a

fronte dell'inflazione. Comunque c'è da sottolineare che in sede di liquidazione, gli obbligazionisti hanno precedenza sugli azionisti.

Il prestito obbligazionario è una forma di finanziamento che rientra nel ricorso al capitale di debito: si tratta di prestiti erogati da terzi che prevedono un rimborso obbligatorio supportato da un piano di ammortamento e che, come è stato già accennato, presentano un rischio minore. Questi possono essere prestiti bancari, minibond e strumenti lending. Il capitale di debito si contrappone al capitale di rischio, che è invece un finanziamento con cui soci e investitori entrano nel patrimonio di un'azienda, assumendone di conseguenza il rischio imprenditoriale. Il ricorso ad un capitale di debito fornisce una risorsa che entra in modo stabile nella disponibilità finanziaria di un'impresa. Chi lo apporta diventa socio azionista, che contrariamente all'obbligazionista, partecipa alle decisioni aziendali in proporzione alla quota posseduta e condivide sia profitti che perdite aziendali. Il possesso di un'azione, difatti, comporta un diritto di voto in sede di assemblea (sempre proporzionale al valore delle azioni di cui si è titolari) e il godimento di un dividendo, una somma di denaro che la società decide di fornire periodicamente ai suoi azionisti. (2)

Per quanto riguarda invece le differenze fra i prestiti obbligazionari e i prestiti bancari: il prestito bancario è un finanziamento a breve o medio – lungo termine diretto erogato da un singolo istituto di credito. Aspetti vantaggiosi sono la velocità di istruttoria e la possibilità di poter stringere un rapporto diretto, difatti le trattative sono riservate ad un unico interlocutore. Soprattutto c'è da sottolineare che al richiedente del prestito è anche lasciata una parte di flessibilità nella ridefinizione del piano di rimborso. Nondimeno, però, a fronte di un finanziamento bancario sarà richiesta una garanzia reale, come ipoteca o fideiussione personale. In più, i tassi di interesse potrebbero essere alti, tassi che sono valutati in base anche alla situazione economica del richiedente, e inoltre vi può sussistere il rischio di revoca del fido oppure di restrizione del credito in momenti difficili. Per ciò che concerne invece il prestito obbligazionario, questo ha potenzialmente costi inferiori e non è da sottovalutare il fatto che una società appoggiandosi a un prestito obbligazionario, possa diversificare le sue fonti di finanziamento, così da ridurre l'esposizione al rischio di concentrazione bancaria (*credit crunch* o irrigidimento delle condizioni di fido). L'emissione di obbligazioni, in più, fornisce maggiore prestigio e visibilità sul mercato della società stessa. Certo poter accedere al mercato obbligazionario non è così semplice e privo

di restrizioni, dato che la burocrazia è molto complessa e i requisiti di accesso sono severi. La stessa emissione, tra l'altro, è limitata normativamente al capitale sociale e un prestito di questo genere obbliga la società ad essere finanziariamente trasparente verso il pubblico.

## Le obbligazioni

### Che cosa sono le obbligazioni

Le obbligazioni, in inglese *bond*, sono un titolo emesso da società o enti pubblici che alla scadenza prefissata, la cosiddetta *maturità*, attribuisce al possessore il diritto al rimborso del capitale prestato all'emittente più gli interessi, la *cedola*.

Nel caso delle obbligazioni societarie sono aziende o società ad emettere titoli di debito (*corporate bond*) per trovare finanziamenti (*debt financing*), invece che tramite azioni (*equity financing*).

Se mettiamo a confronto le azioni con le obbligazioni ne possiamo dedurre che quest'ultime sono una forma di investimento a rischio finanziario inferiore, non essendo soggetta a quotazione sul mercato azionario e soprattutto a fronte di un tasso d'interesse tipicamente fisso. Non danno, però, il diritto di voto nelle assemblee.

Tra l'altro il contratto può contenere anche il *bond covenant*, ovvero una serie di promesse aziendali, come ad esempio non indebitarsi ulteriormente fino alla data di scadenza, raggiungere determinati risultati etc. Di conseguenza viene regolato il comportamento finanziario della società emittente, fissando delle regole che dovranno essere valide per tutta la durata del prestito. Gli obblighi possono essere positivi, imponendo quindi lo svolgimento di una determinata azione, oppure negativi, limitando e restringendo la condotta della società. Più bond vengono stipulati, più l'azienda è solida e di conseguenza più gli interessi dovuti agli obbligazionisti saranno bassi. (3)(4)

L'obbligazione è quindi uno strumento a reddito fisso, contenendo la data nella quale la somma sarà restituita maggiorata di interessi già fissati e pattuiti. (5)

### Elementi fondamentali

I titoli obbligazionari devono presentare degli elementi fondamentali e caratterizzanti che sono elencati all'interno dell'articolo 2414 del Codice Civile. La disposizione legislativa recita seguentemente:

*I titoli obbligazionari devono indicare:*

1) la denominazione [2326], l'oggetto e la sede della società [2328, nn. 2 e 3], con l'indicazione dell'ufficio del registro delle imprese presso il quale la società è iscritta;

- 2) il capitale sociale e le riserve esistenti al momento dell'emissione [2412];*
- 3) la data della deliberazione di emissione e della sua iscrizione nel registro [2410];*
- 4) l'ammontare complessivo dell'emissione [2421, n. 2], il valore nominale di ciascun titolo, i diritti con essi attribuiti, il rendimento o i criteri per la sua determinazione e il modo di pagamento e di rimborso [2420], l'eventuale subordinazione dei diritti degli obbligazionisti a quelli di altri creditori della società;*
- 5) le eventuali garanzie da cui sono assistiti [2414 bis, 2420 bis, 2831];*
- 6) la data di rimborso del prestito e gli estremi dell'eventuale prospetto informativo.*

Viene illustrato il cosiddetto contenuto minimo comune, in modo tale da garantire trasparenza ed un elevato livello di informazione. Diventa così doveroso indicare l'ammontare del capitale sociale e delle riserve, poiché sono da questi elementi che dipende l'emissione delle obbligazioni (cfr. art. 2412). Non è imposto, però, specificare il valore complessivo delle obbligazioni in circolazione e non ancora rimborsate e neanche il valore delle garanzie prestate in favore di altre società. (9)

### **Tipologie di obbligazioni**

Esistono poi diverse tipologie di obbligazioni. Difatti, questo strumento è caratterizzato dall'autonomia privata e per questo i soggetti sono liberi di determinarne il contenuto e le condizioni. Le tipologie più diffuse sono le seguenti (cfr. art. 2411):

- **Obbligazione ordinaria:** L'obbligazione "classica": un titolo che conferisce il diritto di ricevere un interesse fisso su base periodica, alla scadenza del quale verrà restituito il capitale sociale.
- **Obbligazione subordinata:** La corresponsione dell'interesse e la restituzione del capitale è subordinato al pagamento prioritario di altri creditori della società.
- **Obbligazione partecipativa:** La remunerazione del prestito, a differenza di quella ordinaria, non è predeterminata. Il tasso di interesse è quindi variabile in rapporto all'andamento economico della società.
- **Obbligazione indicizzata:** In questo caso il tasso di interesse praticato dipende dal variare di indici interni oppure esterni all'impresa, come ad esempio il mercato delle azioni.

- Obbligazione convertibile: Un'obbligazione che prima della scadenza conferisce il diritto di convertirla in azioni proprie (cfr. art. 2420-bis).

Come già accennato, queste sono le obbligazioni più comuni da trovare sul mercato. Fra altre tipologie possiamo anche accennare le obbligazioni a premio: ovvero un'obbligazione che prevede l'attribuzione agli obbligazionisti di utilità aleatorie da assegnare mediante sorteggi. In più possiamo citare anche le obbligazioni in valuta estera oppure con *warrant*. Quest'ultime attribuiscono il diritto di sottoscrivere o di acquistare azioni societarie. Si distingue dall'obbligazione convertibile in quanto il titolo obbligazionario viene mantenuto attivo anche dopo l'acquisto azionario. Ciò significa che il rimborso continua ad essere dovuto, mentre nel caso dell'obbligazione convertibile, questo non è più dovuto, in quanto l'obbligazionista è diventato un azionista. (7)

Inoltre possiamo individuare anche diversi modi in cui le obbligazioni possono essere emesse, ovvero se alla pari, sotto la pari o sopra la pari. Con obbligazione alla pari si intende che il loro valore di emissione coincide con quello nominale, ovvero spiegato con altre parole, che la cifra pagata dall'investitore per il titolo obbligazionario corrisponde al capitale che l'emittente si impegna rimborsare. Un'obbligazione sotto la pari significa che il valore di emissione è inferiore a quello nominale, mentre per quanto riguarda quella sopra la pari il valore di emissione è superiore. (10)

In più, le obbligazioni possono essere collocate in modo diretto oppure in modo indiretto, ovvero che sarà la società emittente ad occuparsi di curare il collocamento dei titoli oppure nel caso in cui questo sia curato da soggetti terzi, cosiddetti intermediari.

Per concludere, la qualità dell'emittente viene espressa mediante una misura semplice: il rating. Questo disciplina la solvibilità del titolo obbligazionario stesso, secondo criteri che spaziano dalla solidità finanziaria alla potenzialità dell'emittente. Il rating viene pronunciato con una sigla specifica, per esempio AAA (tripla A) corrisponde al grado più alto. I bond con rating inferiori avranno costi minori dovuti ad una qualità più bassa dell'emittente. Di conseguenza vige il principio secondo il quale maggiore è il rischio, più basso sarà il rating e così maggiore sarà la remunerazione. (5)

## Quadro normativo

### L'emissione delle obbligazioni

#### Introduzione

Il quadro normativo che riguarda le obbligazioni è molto complesso ed ampio. È doveroso iniziare dall'articolo 2410 che disciplina l'emissione dell'obbligazione:

*Se la legge o lo statuto non dispongono diversamente, l'emissione di obbligazioni è deliberata dagli amministratori.*

*In ogni caso la deliberazione di emissione deve risultare da verbale redatto da notaio ed è depositata ed iscritta a norma dell'articolo 2436.*

Prima della riforma del diritto societario, prevista dal decreto legislativo del 17 gennaio 2003, n. 6 (noto anche come "Riforma organica della disciplina delle società di capitali e società cooperative, in attuazione della legge 3 ottobre 2001, n. 366."), si prevedeva che la delibera dovesse essere adottata dall'assemblea straordinaria. Oggi, invece, la competenza decisionale spetta unicamente agli amministratori, fatta salva la possibilità per lo statuto di rimettere la materia all'apprezzamento dell'organo assembleare (cfr. art. 2410). In più l'emissione può essere delegata da parte del consiglio di amministrazione. Vi è apposto, però, un limite, secondo il quale l'oggetto di delega non può essere un'obbligazione convertibile in azioni: questo perché l'emissione specifica è espressamente riservata dall'articolo 2381. (6)

Prima della riforma, in più, l'obbligazione era, e continua ad esserlo oggi, uno strumento tipico messo a disposizione delle società per azioni e alle società in accomandita per azioni. Dopo si fece in modo di espandere questo diritto anche alle società cooperative, nel rispetto dei limiti previsti per le S.p.A., come stabilito ai sensi dell'art. 2526 e alle società a responsabilità limitata.

Queste ultime possono emettere titoli di debito qualora l'atto costitutivo lo preveda, ai sensi dell'art. 2483. In tal caso, la disposizione contenuta nell'atto costitutivo non deve solo soltanto individuare nei soci o negli amministratori la relativa competenza, ma anche determinare gli eventuali limiti, le modalità e le maggioranze necessarie per la decisione. Occorre, inoltre, precisare che il secondo comma dell'articolo citato specifica che i titoli emessi dalle società a

responsabilità limitata possono essere sottoscritti soltanto da investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale a norma delle leggi speciali. In caso di successiva circolazione dei titoli di debito, chi li trasferisce risponde della solvenza della società nei confronti degli acquirenti che non siano investitori professionali ovvero soci della società medesima.

Anche gli istituti bancari possono emettere titoli di debito sul mercato. La loro attività di raccolta del risparmio tramite obbligazioni è regolata dagli artt. 11 e 12 del Testo Unico Bancario (D.lgs. 385/1993), disposizioni che sottraggono le banche ai limiti quantitativi ordinari previsti dal codice civile (art. 2412 c.c.).

### **Primo livello**

Quindi, ritornando all'iter, per aprire un prestito obbligazionario, l'emissione si articola su due livelli distinti e interconnessi.

Il primo livello si realizza sul mercato primario e si declina nell'intervallo temporale e procedurale in cui si perfeziona il negozio originario tra l'ente emittente e i sottoscrittori stabili.

Sotto il profilo strettamente giuridico e procedimentale, la delibera di emissione, il cui verbale, redatto da un notaio, deve essere depositato e iscritto presso il Registro delle Imprese a norma dell'art. 2410, comma 2, e definisce il momento a partire dal quale l'operazione acquista efficacia giuridica. Come già ricordato, ai sensi dell'art. 2410, comma 1, la competenza a deliberare l'emissione di obbligazioni non convertibili spetta, salvo diversa disposizione dello statuto, agli amministratori.

Nella prassi dei mercati internazionali e *corporate bond* delle grandi società, la stragrande maggioranza delle emissioni obbligazionarie sul mercato primario avviene tramite collocamento privato (*private placement*) o offerte riservate esclusivamente a investitori qualificati (fondi di investimento, banche, assicurazioni, SIM).

Questa evenienza comporta che, ai sensi dell'art. 100 del d.lgs. 58/1998 (Testo Unico della Finanza) e dell'art. 1, paragrafo 4 del Regolamento Prospetti UE (Reg. 2017/1129), le società emittenti siano esentate dall'obbligo di pubblicazione di un prospetto informativo che fornisca agli investitori le informazioni necessarie per una valutazione consapevole della situazione patrimoniale e finanziaria dell'emittente. Tale prospetto, invece, è obbligatoriamente previsto qualora il collocamento sia destinato anche al pubblico *retail*, ovvero il risparmiatore privato,

l'investitore individuale che partecipa aderendo all'offerta tramite i propri intermediari abilitati (banche o broker).

L'obbligo di predisporre approvato dalla Consob, in conformità con la disciplina dell'art. 94 del d.lgs. 58/1998 (TUF) e del Regolamento Prospetti UE. è infatti previsto per colmare l'asimmetria informativa tra emittente e sottoscrittore. È apparso evidente al legislatore che i soggetti istituzionali non necessitano della medesima tutela informativa e persino del paternalismo legale che invece vengono riservati al risparmiatore retail. Chiaramente quegli operatori dispongono di risorse professionali e competenze tecniche del tutto adeguate per svolgere autonomamente la due diligence sull'emittente.

L'assenza di un prospetto ufficiale approvato dalla Consob non significa che l'emittente sia esonerata da alcun adempimento informativo nei confronti dei potenziali investitori. Nella prassi operativa della *corporate finance*, si richiede che l'emittente rediga un documento informativo privato. Denominato come *Private Placement Memorandum* (PPM) o anche come *Offering Memorandum* (OM) questo documento contiene dettagli rigorosi sulla situazione patrimoniale, sui rischi e sui termini del prestito obbligazionario. La sua funzione è duplice. Il documento infatti agisce sia come guida dettagliata per l'investitore sia come protezione legale (*Safe Harbor*) per l'emittente contro eventuali controversie, ma non esclude la responsabilità dell'emittente per eventuali informazioni false, incomplete o fuorvianti.

All'interno possono essere trovati anche due ulteriori documenti fondamentali caratterizzanti dell'obbligazione stessa, contenenti i diritti degli investitori e i doveri della società: il programma e il regolamento. Il programma prevede l'ammontare specifico del prestito, la sua durata, le caratteristiche delle singole e le relative condizioni. Il regolamento (definito anche regolamento del prestito), invece, disciplina il rapporto sorto tra la società emittente e gli obbligazionisti: questo contiene le caratteristiche dei titoli, la modalità, il prezzo di emissione, il valore nominale, le modalità di rimborso e i diritti e tutele in caso di liquidazione o fallimento dell'emittente.

Per evitare che le società utilizzino i collocamenti istituzionali come una sorta di strategia per eludere gli obblighi di trasparenza, il legislatore italiano ha introdotto una norma anti-elusione molto rigida ai sensi dell'art. 100-bis del TUF, titolato appunto Circolazione dei prodotti finanziari, se i titoli obbligazionari emessi senza prospetto (in quanto destinati a istituzionali) vengono

sistematicamente rivenduti a investitori retail sul mercato secondario nei 12 mesi successivi all'emissione, l'operazione si considera a tutti gli effetti un'offerta al pubblico elusiva. In questo caso, in assenza di un apposito prospetto informativo per la quotazione, i soggetti abilitati presso i quali avviene la rivendita rispondono del danno arrecato all'acquirente. Inoltre, l'investitore al dettaglio ha il diritto di chiedere la nullità del contratto di acquisto per violazione delle norme imperative sulla trasparenza.

Se per le S.p.A. la partecipazione del pubblico *retail* al mercato primario è una scelta strategica dell'emittente, per le società a responsabilità limitata esiste un espresso limite di legge. Come già ricordato, infatti, ai sensi dell'art. 2483, comma 2, c.c., i titoli di debito emessi da una S.r.l. possono essere sottoscritti, in sede di mercato primario, esclusivamente da investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale. Il pubblico retail non può mai partecipare alla negoziazione del titolo sul mercato primario, potendo acquisirlo solo successivamente su quello secondario dietro la sussistenza della garanzia di solvenza prestata dall'investitore professionale cedente.

La fase sul mercato primario si conclude con la raccolta delle adesioni e il conseguente versamento del capitale da parte degli investitori. A fronte di tale regolamento, la società procede all'emissione dei titoli mediante il regime di dematerializzazione accentrata presso Euronext Securities Milan (ai sensi dell'art. 83-bis del TUF). La società, quindi, non “stampa” le obbligazioni, ma effettua un'emissione diretta tramite immissione nel sistema di gestione accentrata gestito da Euronext Securities Milan (denominazione commerciale di Monte Titoli S.p.A.). Euronext Securities Milan apre un conto a nome dell'emittente e registra l'ammontare globale del prestito, frazionandolo poi sui conti dei singoli intermediari finanziari (le banche depositarie dei sottoscrittori) ai sensi dell'art. 83-quater TUF.

Da un punto di vista prettamente giuridico, il contratto di sottoscrizione si perfeziona con l'incontro tra la domanda degli investitori e l'offerta della società. Tuttavia, il diritto di credito sorge formalmente solo con la creazione del titolo.

Sotto il profilo finanziario, è proprio in questo esatto momento che si definisce il prezzo di emissione, il quale può collocarsi alla pari, sotto la pari o sopra la pari (com'era già stato spiegato precedentemente), e si definisce il rendimento effettivo a scadenza (*Yield to Maturity*) iniziale del

titolo. Per la società emittente lo *Yield to Maturity* rappresenta l'esatto costo effettivo del capitale di debito finanziario assunto sul mercato primario all'atto della nascita del prestito. Per i sottoscrittori sul mercato primario, descrive invece l'esatto tasso di rendimento effettivo dell'investimento finanziario, calcolato ex ante a condizione che l'investitore detenga il titolo in portafoglio fino alla naturale scadenza (*maturity*) e reinvesta tutte le cedole incassate periodicamente sul mercato almeno allo stesso tasso del rendimento iniziale.

### **Secondo livello**

Il secondo livello negoziale si sviluppa sul mercato secondario, il quale disciplina la circolazione dei titoli di debito successivamente al loro perfezionamento sul mercato primario. Evidentemente, su questa piazza non si realizza alcun nuovo apporto di capitale a favore della società emittente; si assiste, invece, al mero trasferimento della titolarità del diritto di credito tra investitori, garantendo la liquidità dello strumento finanziario.

Affinché un *corporate bond* possa circolare in modo efficiente, l'emittente richiede l'ammissione dei titoli alle negoziazioni presso un mercato regolamentato o un Sistema Multilaterale di Negoziazione (MTF), in conformità all'art. 64 del d.lgs. 58/1998 (TUF) e alla direttiva comunitaria MiFID II. In Italia, le piattaforme di riferimento gestite da Borsa Italiana S.p.A. sono il MOT, che ha la qualifica giuridica di Mercato Regolamentato, e l'EuroTLX, che opera come Sistema Multilaterale di Negoziazione (MTF).

A differenza del prezzo fisso del mercato primario, la quotazione sul mercato secondario fluttua incessantemente in funzione del meccanismo di negoziazione continua e dell'incrocio tra domanda e offerta. I driver principali delle oscillazioni sono due: da un lato, la correlazione inversa tra prezzi e tassi di interesse, per cui se questi aumentano, i corporate bond (ma anche tutti gli altri) perdono attrattività e il loro prezzo scende per riallineare il rendimento; dall'altro, il credit risk dell'emittente, legato all'andamento economico dell'azienda, poiché un peggioramento delle condizioni societarie aumenta il rischio di insolvenza, spingendo al ribasso il valore del titolo sul mercato.

Per il sottoscrittore che decide di liquidare la propria posizione sul mercato secondario prima della naturale scadenza, il rendimento effettivo ex-post (*Holding Period Return*) non coinciderà più con lo *Yield to Maturity* iniziale, ma rifletterà evidentemente le plusvalenze o

minusvalenze generate dalle fluttuazioni di prezzo. Invece, lo *Yield to Maturity* corrente per il nuovo acquirente sul mercato secondario viene calcolato sulla base del prezzo di transazione corrente.

Una volta che i titoli di un'azienda vengono quotati su un mercato, la società assume lo status di Emittente Quotato. Questo comporta il passaggio da un regime di trasparenza privato a un regime di public disclosure estremamente rigido, regolato in Italia dal Testo Unico della Finanza (TUF - D.lgs. 58/1998) e dal Regolamento Emittenti Consob (Delibera 11971/1999), in stretta conformità con le direttive e i regolamenti europei.

Ai sensi dell'articolo 17 del Regolamento UE n. 596/2014 (*Market Abuse Regulation - MAR*) e dell'articolo 114 del TUF, l'azienda ha il dovere tassativo di comunicare al pubblico, senza indugio, qualsiasi informazione riguardante direttamente l'emittente o i suoi titoli, e che, se resa pubblica, potrebbe influenzare sensibilmente il prezzo dei bond societari.

L'articolo 154-ter del TUF (in attuazione della *Transparency Directive* europea), inoltre, impone alla società di rendere periodicamente pubblici i propri rendiconti finanziari, per consentire agli investitori e al mercato di monitorare la stabilità patrimoniale e la *creditworthiness* dell'emittente nel corso del tempo.

Infine, gli articoli 91-bis e successivi del Regolamento Emittenti Consob affermano che l'azienda ha l'obbligo di comunicare tempestivamente qualsiasi variazione strutturale che impatti sui diritti dei creditori obbligazionisti.

### **Limiti all'emissione**

Sussistono, però, diversi altri limiti all'emissione delle obbligazioni, limiti illustrati all'interno dell'articolo 2412. Non è consentita, infatti, l'emissione di obbligazioni di valore complessivo superiore al doppio della somma del valore del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato. Il prestito potrà così corrispondere al massimo alle somme versate dai soci a titolo di capitale di rischio. Questi limiti sono stati giustificati dal fatto di voler contenere il livello di indebitamento della società, cercando di evitare uno squilibrio eccessivo tra capitale di credito e capitale di rischio e mantenere un moderato rapporto tra mezzi propri e mezzi altrui. Vi è posta, però, una deroga a questi limiti, nel caso in cui:

- l'eccedenza fosse sottoscritta da investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale. Una tale deroga è permessa, in quanto questi soggetti sono considerati in grado di valutare correttamente i profili di rischio dell'investimento, avendo a disposizione strumenti più avanzati rispetto ad un comune investitore.
- l'obbligazione in eccedenza fosse garantita da ipoteca di primo grado su beni immobili di società e sino a due terzi del loro valore.
- l'eccedenza riguardi obbligazioni destinate ad essere quotate nei mercati regolamentati oppure obbligazioni convertibili in azioni
- venisse adottato uno specifico provvedimento d'autorizzazione del Ministro dell'economia e delle finanze.

I limiti che sono stati accennati, sono stati espansi dopo la riforma, in quanto prima era previsto unicamente che si tenesse conto del capitale versato ed esistente secondo l'ultimo bilancio approvato. (8)

Per gli istituti bancari invece non è previsto questo limite. La ratio di questa eccezione si rinviene proprio nella peculiare attività che essi svolgono e quindi nel valore sociale che il legislatore assegna alla finzione di intermediazione creditizia che, ai sensi dell'art. 11, comma 1, del Testo Unico Bancario (TUB), costituisce l'attività tipica ed esclusiva dell'istituto di credito.

Proprio questa riserva di legge rende inapplicabile i limiti quantitativi ordinari previsti dall'art. 2412. Se le banche fossero vincolate al limite del doppio del proprio capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili, la loro capacità di raccogliere denaro e, di conseguenza, di erogare credito sarebbe radicalmente annichilita. Il comma 3 e il comma 4 dell'art. 12 TUB dispongono la norma tecnica che formalizza questa eccezione.

La deroga ai limiti quantitativi civilistici non determina un vuoto regolamentare, che lascia al Consiglio di Amministrazione dell'istituto bancario un orizzonte decisionale illimitato. L'attività di emissione obbligazionaria è sottoposta al controllo della Banca Centrale Europea (BCE) e della Banca d'Italia nell'ambito del Meccanismo di Vigilanza Unico (MVU). Tali autorità vigilano affinché le emissioni risultino coerenti con il profilo di rischio dell'intermediario e compatibili con il rispetto dei requisiti patrimoniali minimi di primo e secondo pilastro (Pillar 1 e Pillar 2), in conformità degli standard normativi internazionali previsti da Basilea 3 e Basilea 4 (recepiti nell'Unione Europea tramite il pacchetto di norme intitolato *Capital Requirements Regulation* e

*Capital Requirements Directive*). In tale contesto, gli strumenti di debito concorrono alla stabilità strutturale della banca, sia come elementi computabili nei fondi propri applicabili per l'assorbimento delle perdite, sia ai fini del rispetto dei requisiti di liquidità e risolvibilità (MREL, *Minimum Requirement for Own Funds and Eligible Liabilities*, o Requisito minimo di fondi propri e passività ammissibili).

### **Diritti dell'investitore**

I diritti incorporati non originano e non attengono al rapporto sociale, ma sottostanno al contratto di finanziamento tra società e l'obbligazionista.

I diritti in capo all'investitore, come già accennato e disciplinato dall'articolo 2410, sono il diritto alla remunerazione periodica e il diritto al rimborso del capitale prestato, due diritti che dovranno essere rispettati entro le scadenze prestabilite dal programma: la società provvede alla remunerazione del capitale apportata dagli obbligazionisti con pagamento degli interessi nelle modalità previste dal regolamento. Il rimborso potrà avvenire, difatti, in un'unica soluzione, ricorrente maggiormente per prestiti di non lunga durata, oppure mediante un piano di ammortamento. In alcuni casi è stato previsto il rimborso avvenuto per estrazione a sorte di numeri di serie dei titoli delle obbligazioni da rimborsare. Questa è chiaramente una fattispecie più complessa ed articolata. In queste obbligazioni dovranno essere definiti la data di estrazione e quella di rimborso. I numeri saranno estratti e pubblicati entro dieci giorni sulla Gazzetta Ufficiale, in modo tale che i titolari ne vengano a conoscenza. Nel caso in cui la data di rimborso dovesse coincidere con la scadenza di una delle cedole, la maturazione degli interessi termina da quello stesso giorno. (6)

### Caso: Farmagorà

Negli ultimi anni Farmagorà holding spa si è fatta sempre più strada nel settore delle grandi società farmaceutiche. Appartenente al gruppo bergamasco e fondata nel 2021 da Francesco Carantani e Marco Premoli, la società ha emesso quest'estate un prestito obbligazionario *senior secured* da 18 milioni di euro per finanziare nuove acquisizioni e sostenere un piano di sviluppo della società. Si tratta di un'operazione che darà slancio al piano di espansione per l'ultima parte del 2026 e in vista del 2027. L'affare è stato sottoscritto dalla Banca Finint, Tyche Bank, un primario family office italiano e affiancato dallo studio legale Gianni & Origoni. (11)

Farmagorà è nata con l'obiettivo di sviluppare una rete di farmacie capace di unire due principi fondamentali: quello di riservare il presidio territoriale tipico delle farmacie tradizionali, aggiungendo una gestione centralizzata dei processi commerciali, logistici e digitali. Alla base dell'attività rimarrà lo stretto rapporto fra il farmacista e il cliente, ma inserendo un modello di un'economia di scala negli acquisti nella formazione del personale e nella gestione del magazzino.

Risiede nello spirito dell'azienda quello di agire con nuove acquisizioni nel mondo del mercato. Difatti nel 2025 Farmagorà ha concluso 14 nuove acquisizioni, fatturando 80 milioni, crescendo del 30% rispetto all'anno precedente. Mentre negli ultimi 4 anni sono stati registrati degli incrementi di fatturato del 7% annuo.

Nel 2026, invece, sono state sette le operazioni concluse, arrivando ad un numero finale di 62 farmacie con oltre 300 farmacisti impiegati. Carantani e Premoli hanno, però, espresso di voler arrivare ad un numero pari a 70 farmacie per la fine dell'anno.

Possiamo riscontrare un'interessante evoluzione finanziaria del settore: se prima lo sviluppo era sostenuto da aumenti di capitale sottoscritti dagli investitori, oggi l'equity è affiancata anche da strumenti di debito strutturato per finanziare il consolidamento all'interno del settore.

Nel 2022 la fonte principale era l'equity. Nel 2021, infatti, la società aveva concluso diversi aumenti di capitale, attirando una serie di investitori. All'inizio del primo semestre, Italmobiliare era infatti azionista del 24,86%, sottoscrivendo un aumento di capitale da 3 milioni di euro. Nel corso dell'anno, la società riscontrò anche l'ingresso del Gruppo Branca International – holding gestita dalla famiglia Branca produttrice di bevande alcoliche che possiede oggi il 2,71%, Fluorsid,

un'importante azienda nel settore dei fluoroderivati inorganici per l'industria dell'alluminio con il 22,19% e tanti altri. (12)

Verso la fine dello stesso anno era riuscita ad ottenere un finanziamento da parte di Unicredit di 15 milioni di euro con una durata di otto anni per sostenere l'iniziale piano di acquisizioni.

Il caso persegue il fine di illustrare la collocazione del prestito obbligazionario, una forma di finanziamento più diffusa di quanto appaia, inserita all'interno di un mercato molto complesso e articolato.

### Bibliografia

1. G. Forgione, “Prestiti obbligazionari”, in dott. Forgione Gianluca - Diritto commerciale, s.d.
2. “Capitale di rischio vs Capitale di debito: quali sono le reali differenze?”, in CrowdfundMe Blog, 4 luglio 2026
3. M. Palmieri, “I bond covenants”, in Il Mulino - Rivisteweb, 2 agosto 2006
4. Voce “Covenant (finanza)”, in Wikipedia, s.d.
5. Voce “Obbligazione (finanza)”, in Wikipedia, s.d.
6. Brocardi, Codice civile, art. 2410, in Brocardi.it, 29 aprile 2026
7. Brocardi, Codice civile, art. 2411, in Brocardi.it, 29 aprile 2026
8. Brocardi, Codice civile, art. 2412, in Brocardi.it, 29 aprile 2026
9. Brocardi, Codice civile, art. 2414, in Brocardi.it, 29 aprile 2026
10. “Gli strumenti finanziari - le obbligazioni”, in Sapienza Università di Roma – Piattaforma e-learning, s.d.
11. “Gli advisor del bond da 18 milioni di euro di Farmagorà”, Emissioni obbligazionarie in Finance Community, 4 agosto 2026
12. “Farmagorà raccoglie 18 mln euro con un bond strutturato da Banca Finint per accelerare le acquisizioni”, in Bebeez – Private Debt, 5 agosto 2026