
Sul problema concernente
la modifica del rapporto di cambio
nella conversione delle obbligazioni
convertibili in azioni, dopo la riduzione
del capitale sociale per perdite
ai sensi dell'Art. 2420 bis, comma 6, cod. civ.

1. – L'autore di queste righe riprende a trattare, dopo il suo lontano scritto pubblicato in *Riv. dir. civ.*, 1983, II, 485, questo problema che non ha trovato ancora una soluzione, tanto meno appagante dalla giurisprudenza e al quale la dottrina ha dato una risposta insoddisfacente, di ampi consensi, a mio modo di vedere ingiustificata.

Esso si sostanzia nel quesito quale significato dare all'art. 2420 bis comma sesto, che testualmente recita: «Nei casi di aumento del capitale, mediante imputazione di riserva e di riduzione del capitale per perdite, il rapporto di cambio è modificato in proporzione alla misura dell'aumento o della riduzione».

La dottrina dominante ⁽¹⁾ sostiene che nel caso in cui il capitale sociale sia ridotto per perdite e con esso il valore nominale delle azioni in circolazione, anche il titolare delle obbligazioni converti-

Da «Diritto Fallimentare e delle Società Commerciali», 2001, n. 1.

(1) In tal senso: BUONOCORE, *Le obbligazioni convertibili in azioni nella legge di riforma*, in *Giur. comm.*, 1974, I, 724; R. CAVALLO BORGIA, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, Milano, 1978, p. 166 segg., nota 77; B. COLUSSI, *Problemi delle obbligazioni convertibili in azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 1974, I, 606; F. FERRARA, *Gli imprenditori e le società*, Milano, 1974, p. 560; R. NOBILI-M. VITALE, *La riforma delle società per azioni*, Milano, 1975, pag. 254 segg.; F. FAZZUTI, *Obbligazioni convertibili e modifica del rapporto di cambio*, in *Giur. comm.*, 1977, I, 928.

bili subisce le conseguenze della riduzione e riceve la stessa quantità di azioni a suo tempo promessa, con un valore nominale ridotto per le perdite.

Al contrario in quel lontano studio chi scrive ha sostenuto con convinzione la tesi che l'obbligazionista convertibile, che non abbia ancora chiesto la conversione a mente del comma quarto ha diritto di ricevere quella diversa maggiore quantità di azioni dal valore nominale ridotto, il cui prodotto con quest'ultimo, sia pari al valore nominale delle obbligazioni convertibili in suo possesso. In pratica, se a seguito della riduzione per perdite il capitale sociale sia dimezzato e con esso il valore nominale delle azioni in circolazione, il creditore obbligazionista riceverà una quantità doppia delle azioni del valore nominale dimezzato.

Questa soluzione è rimasta isolata e non è stata seguita dagli autori che successivamente si sono occupati dell'argomento senza aggiungere peraltro alcun elemento convincente a sostegno della opinione dominante⁽²⁾.

Si ritorna su questo argomento in questa sede, convinti che l'opinione dominante è contraria alla interpretazione sia letterale che logica della norma in esame e si offrano le ulteriori riflessioni che dimostrano come l'opinione avanzata in precedenza costituisce la più rigorosa applicazione della legge.

2. – L'art. 2420 *bis*, comma 1, cod. civ. stabilisce che l'assemblea straordinaria che delibera la emissione delle obbligazioni convertibili in azioni, «determina il rapporto di cambio e le modalità e il successivo comma secondo aggiunge che essa delibera l'aumento del capitale sociale, per un ammontare corrispondente al valore nominale delle azioni da attribuire in conversione».

Il comma quinto dispone ancora che la società non può disporre la riduzione del capitale esuberante.

Il comma sesto, come si è visto, prescrive che «nel caso di riduzione per perdite, il rapporto di cambio è modificato, in proporzione alla misura della riduzione».

Il rapporto di cambio e le modalità di conversione deliberate dell'assemblea che le ha emesse sono indicate espressamente dal certi-

(2) P. CASELLA, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, Milano, 1983, p. 140 segg.

ficato della obbligazione convertibile, quale un possesso del creditore convertibile.

La dottrina dominante, che vuole invece assegnare all'obbligazione convertibile la stessa quantità di azioni, però dal valore nominale ridotto, si traduce nella modifica *in peius* del rapporto di conversione originariamente deliberato dall'assemblea e promesso ai creditori. Essa cioè stravolge il disposto dell'ultima parte del comma sesto là dove esso dispone che il rapporto di conversione deve essere modificato «in proporzione alla misura della riduzione».

La modifica del rapporto in definitiva deve essere inversamente proporzionale alla riduzione per perdite e la società è tenuta a corrispondere quella quantità di azioni dal valore ridotto per perdite, il cui prodotto sia uguale al valore della partecipazione cui aveva diritto all'origine.

Il titolare delle obbligazioni convertibili ha diritto a conseguire, nel rapporto di cambio, una partecipazione che abbia un valore nominale uguale a quello delle obbligazioni come promesso in origine.

La società non ha alcun diritto a non adempiere l'obbligo da essa contratto.

L'aumento di capitale, deliberato al momento della emissione delle obbligazioni convertibili, a sensi del comma terzo, è insensibile alla riduzione, perché esso è solo futuro e virtuale, a differenza di quello in essere e circolante degli azionisti, perciò, suscettibile della riduzione.

L'obbligazionista convertibile ha cioè diritto di ricevere quella quantità di azioni dal valore nominale, fissato nella delibera di riduzione, che corrisponde al valore nominale delle obbligazioni, in suo possesso e che cambierà in azioni.

Chi opina diversamente fa una grossa confusione tra il capitale sociale circolante, in possesso degli azionisti dopo la riduzione per perdite e quello invece risultante dalla delibera di aumento a sensi dell'art. 2420 *bis* comma 3, che è virtuale e riservato solo ai titolari delle obbligazioni convertibili.

Del resto i titolari delle azioni circolanti sono imputabili direttamente o indirettamente, come fonte di nomina degli organi amministrativi, delle scelte gestionali, che hanno creato le perdite.

La dottrina dominante che vuole assoggettare alle perdite anche le obbligazioni convertibili, sempre che il diritto di conversione non

sia stato esercitato prima della delibera di riduzione, deve essere respinto sulla base del tenore del sesto comma che dispone testualmente «che il rapporto di cambio è modificato in proporzione alla misura della riduzione».

Si tratta cioè di una modifica del rapporto di cambio a favore degli obbligazionisti e più precisamente di una modifica inversamente proporzionale alla riduzione per perdite che è stata deliberata e deve gravare solo sugli azionisti.

La contraria opinione dominante attribuisce all'opposto al tenore letterale della norma il significato non di una modifica ma di una conservazione del rapporto meramente quantitativo delle azioni dal valore nominale dimezzato delle obbligazioni convertibili.

La società, con la delibera di emissione delle obbligazioni convertibili e l'aumento del capitale riservato ai creditori, ha assunto l'impegno e si è obbligata a dare ad essi azioni per un certo valore e assicurare loro un rapporto di conversione tale che esaurisca l'intero aumento di capitale riservato esclusivamente ai soli obbligazionisti.

L'aumento di capitale deliberato, a sensi del terzo comma, non può essere d'altra parte revocato o modificato in danno dei creditori convertibili perché esso fa parte dello statuto della società ed è menzionato come impegno nello stesso certificato circolante del titolo obbligazionario, quale impegno della emittente a mente del settimo comma dell'art. 2420 *bis*.

Si deve distinguere infatti tra i capitali di una società quale in essere e circolante dopo la delibera di riduzione, dell'aumento futuro e riservato agli obbligazionisti, e così anche le azioni circolanti da quelle che sono solo di futura emissione.

3. – È ripetutamente affermato nella nostra dottrina l'argomento che, ove si intendesse che l'obbligazionista fosse al riparo dalle perdite, nella modifica del rapporto di cambio, come da noi esposto, l'obbligazionista convertibile si avvantaggerebbe delle perdite della società, con sconvolgimento del rapporto tra esso e l'azionista.

La tesi è infondata. L'obbligazionista non si avvantaggia infatti alla evidenza di alcune perdite ma è solo messo al riparo dalla stessa, perché le perdite non sono a lui imputabili, neppure indirettamente.

Chi opinasse diversamente avvantaggerebbe contro ogni logica delle perdite gli azionisti che sono collettivamente responsabili delle scelte gestionali degli amministratori da essi nominati in danno degli obbligazionisti.

È forse giusto che a trarre vantaggio dalle perdite della società sia il titolare delle azioni in circolazione che è imputabile anche indirettamente delle stesse, a carico della società e del creditore convertibile?

La società è certamente vincolata a garantire all'obbligazionista la partecipazione corrispondente al diritto di conversione assicurato con la delibera della emissione e perciò ad adempiervi. Essa ha però anche un interesse proprio a conservare a sé stessa la prospettiva dell'afflusso dell'aumento del capitale deliberato a sensi dell'art. 2420 *bis* comma 2, cod. civ. riservato ai creditori convertibili.

Codesto interesse è tanto più rilevante quanto addirittura maggiori sono le perdite, come è il caso che esse azzerino il capitale.

La opinione dominante finisce per proteggere contro ogni logica gli interessi degli azionisti in danno della società e della sua sopravvivenza e dei creditori convertibili.

Essa codifica il principio che la società si renda inadempiente agli obblighi contratti con la delibera di emissione, con proprio danno, nei confronti degli obbligazionisti.

Il fatto che solo gli azionisti subiscano la riduzione per perdite, oltre che per la ragione indicata è che trattasi di una conseguenza della incidenza del rischio in essere a loro carico.

Per quale ragione la delibera di riduzione per perdite dovrebbe essere estesa all'aumento di capitale, non ancora in essere e perciò al momento solo virtuale, e perché chiamare l'obbligazionista convertibile a sopportarla malgrado sia un estraneo anche indirettamente alle vicende giuridiche della società? Questi non si avvantaggia ma è solo messo al riparo dalle perdite che altrimenti renderebbero inconvertibile il di lui credito.

Questa è una mera conseguenza della delibera di emissione e dell'aumento di capitale a cui corrisponde la modifica dello statuto della società e la menzione dell'impegno nel certificato obbligazionario.

La opinione dominante, qui avversata, finisce per violare il duplice limite del patrimonio netto e del rispetto del valore nominale.

Un argomento di fondo che rafforza l'opinione qui sostenuta è data dal disposto dell'art. 2412 cod. civ.

Esso dispone non solo che la società, la quale ha emesso le obbligazioni, non può ridurre il capitale sociale se non in proporzione alle obbligazioni rimborsate, ma anche che «nel caso di riduzioni per perdite, la riserva legale deve continuare a calcolarsi, sulla base del valore del capitale sociale esistente al tempo della emissione».

Ciò fino a che «l'ammontare del capitale sociale e della riserva legale non eguagli l'ammontare delle obbligazioni in circolazione».

La lettura di questa norma non pare legittimare la opinione dottrinale equivalente.

Infine la circostanza che non possa essere neppure deliberata una riduzione del capitale che fosse ritenuta esuberante è un argomento in più per la non modificabilità del rapporto di cambio *in peius* per l'obbligazione.

4. – I sostenitori dell'opinione qui avversata, la giustificano infine con l'argomento che gli obbligazionisti convertibili sarebbero chiamati dall'art. 2420 *bis*, sesto comma cod. civ. a beneficiare di un aumento di capitale che fosse disposto, per cui ragioni di simmetria vorrebbero che essi partecipassero alle perdite, nel rapporto di cambio, nel caso convertissero i loro titoli di credito in azioni.

Il disposto invero va inteso come riferito alla ipotesi normale che l'aumento sia destinato alla imputazione delle riserve.

Ciò avviene in particolare quando queste vengono imputate a copertura delle perdite.

Questo argomento rafforza la conclusione opposta sostenuta da chi scrive, nel senso che il creditore convertibile è messo al riparo dalle conseguenze di un utilizzo di riserve per coprire perdite, che fosse disposto dall'azionista.

Anche laddove peraltro l'aumento di capitale fosse disposto «per imputazione delle riserve» non a copertura delle perdite, la estensione del beneficio agli obbligazionisti convertibili vuole metterli al riparo da delibere degli azionisti che pregiudicassero i loro interessi.

Le riserve in definitiva non sono disponibili in danno degli obbligazionisti convertibili perché esse appartengono anche a questi ultimi virtualmente.

La norma in definitiva cristallizza la situazione patrimoniale del-

la società al momento della emissione della obbligazione e come l'art. 2412 cod. civ. mette al riparo il creditore convertibile da un deterioramento delle condizioni di conversione, che deliberata dagli azionisti, come vuole anche l'art. 2420 *bis*, quinto comma cod. civ.

Questa protezione degli interessi dell'obbligazionista è in linea con tutte le garanzie previste per i suoi diritti ed interessi anche dagli art. 2413, 2414, 2415 segg. cod. civ.

Questo complesso di regole codicistiche è finalizzato a sottrarre l'obbligazionista convertibile a delibere in suo danno degli azionisti.

La tutela prestata risponde del resto al fatto che l'obbligazionista anche non convertibile, a sensi dell'art. 2413 cod. civ., ha diritto a conseguire le garanzie previste e a beneficiare dei poteri delle assemblee degli obbligazionisti previste dagli art. 2415 segg. cod. civ.

Il potere conferito agli obbligazionisti, che detengono un ventesimo dei titoli emessi e non rimborsati, di convocare l'assemblea degli obbligazionisti, consente ad essi di poter prevenire e paralizzare qualsiasi delibera in loro danno fosse adottata dagli azionisti.

La tesi che vuole l'obbligazionista convertibile al riparo da una riduzione per perdite vale ovviamente, *a fortiori*, per il caso di azzeramento del capitale sociale per perdite.

Da ultimo deve dirsi che quanto si è detto vale solo per l'obbligazionista convertibile che non abbia chiesto e ottenuto anticipatamente la conversione prima che fosse adottata la delibera di riduzione per perdite.

Quest'ultimo infatti è divenuto un azionista come tutti gli altri e su lui incombe il rischio di delibere per riduzione del capitale, che non tocca invece l'obbligazionista che non ha convertito i suoi titoli di credito in azioni.

5. – Qualcuno potrebbe infine obiettare che il nostro legislatore, con questa disciplina, avrebbe penalizzato eccessivamente gli azionisti e premiato gli obbligazionisti.

A prescindere dalla imputabilità anche indiretta all'azionariato delle perdite conseguenti alla gestione attuata dagli amministratori da esso scelti e comunque dalla logica del rischio sui titoli circolanti, non è corretto ipotizzarla nei confronti degli obbligazionisti.

Il nostro coordinamento accorda gli azionisti, a tutela dei loro in-

teressi anche nei confronti degli obbligazionisti il rimedio disposto dall'art. 2447 cod. civ.

Questa norma prevede che, nel caso di perdite oltre il terzo del capitale sociale e per la ipotesi che questi scenda sotto il limite legale, gli amministratori devono «senza indugio convocare l'assemblea per deliberare la riduzione del capitale e il contemporaneo aumento del medesimo».

Al di là di questa specifica ipotesi, a portata generale nel senso che l'azionariato che voglia conservare la sua partecipazione al capitale nella entità in cui trovavasi alla emissione delle obbligazioni e non subire la modifica *in peius* a favore dei creditori convertibili, può ricorrere ad un reintegro del capitale, per assorbire le perdite.

Questo va considerato riservato solo agli azionisti, se esso è contemporaneo alla riduzione.

L'obbligazionista convertibile in definitiva, come non subisce le perdite, non può beneficiare dell'aumento o reintegro del capitale, che fosse deliberato ed eseguito dagli azionisti a loro copertura.

Altro scritto dell'autore sullo stesso argomento:

- «Modifica del rapporto di cambio delle obbligazioni convertibili e riduzione per perdite del capitale sociale», in *Rivista del diritto civile*, 1983, II, p. 485 e in *L'Espressione monetaria nella responsabilità civile*, Cedam 1994, p. 463.