
Acerca del problema relativo
a la modificación de la ratio de conversión
de las obligaciones convertibles en acciones
tras la reducción del capital social por
pérdidas, en virtud del apartado 6 del art.
2420 *bis* del CC italiano

I. – El autor de estas líneas retoma este problema tras la lejana publicación de uno de sus textos en *Rivista di diritto civile*, 1983, II, 485, al que no ha conseguido dar solución la jurisprudencia y al que la doctrina ha dado una respuesta insatisfactoria, si bien ampliamente consensuada, injustificada desde mi punto de vista.

Dicho problema radica en el significado a atribuir al párrafo 6º del art. 2420 *bis*, que reza textualmente: «En los casos de aumento de capital con cargo a reservas y de reducción del capital por pérdidas, la ratio de conversión se modifica en proporción a la cuantía del aumento o de la reducción».

La doctrina predominante⁽¹⁾ sostiene que, en caso de reducción del capital social por pérdidas con la consiguiente disminución del valor nominal de las acciones en circulación, también el titular de las obligaciones convertibles sufre las consecuencias

Fuente: «Diritto Fallimentare e delle Società Commerciali», 2001, núm. 1.

⁽¹⁾ A este respecto: BUONOCORE, *Le obbligazioni convertibili in azioni nella legge di riforma*, en *Giurisprudenza commerciale* 1974, I, 724; R. CAVALLO BORGIA, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, Milán, 1978, págs. 166 y ss., nota 77; B. COLUSSI, *Problemi delle obbligazioni convertibili in azioni*, en *Rivista di diritto civile*, 1974, I, 606; F. FERRARA, *Gli imprenditori e le società*, Milán, 1974, p. 560; R. NOBILI-M. VITALE, *La riforma delle società per azioni*, Milán, 1975, págs. 254 y ss.; F. FAZZUTI, *Obbligazioni convertibili e modifica del rapporto di cambio*, en *Giurisprudenza commerciale*, 1977, I, 928.

de la reducción y recibe la misma cantidad de acciones que le fuera prometida en su momento, con un valor nominal reducido debido a las pérdidas.

Por el contrario, en aquel lejano estudio, el autor sostuvo con convicción la teoría que establece que el obligacionista convertible que no haya solicitado aún la conversión o canje, en referencia al apartado cuatro, tiene derecho a recibir una cantidad distinta y mayor de acciones con un valor nominal reducido, cuyo producto con este último equivalga al valor nominal de las obligaciones convertibles en su posesión. En la práctica, si el capital social se reduce a la mitad debido a las pérdidas, reduciéndose a la vez el valor nominal de las acciones en circulación, el acreedor obligacionista recibirá el doble de las acciones con el valor nominal reducido a la mitad.

Esta solución ha quedado aislada y no ha tenido eco alguno en la doctrina, que se ha ocupado sucesivamente del tema sin añadir, por otra parte, ningún elemento convincente en defensa de la opinión dominante ⁽²⁾.

Llegados a este punto, hemos de retomar el tema con la convicción de que la opinión dominante contraviene la interpretación tanto literal como lógica de la norma en cuestión, y de que al replantearlo se añaden ulteriores reflexiones que demuestran que la opinión antedicha constituye la aplicación más estricta de la ley.

2. – El párrafo 1º del art. 2420 *bis* del CC italiano establece que la Junta Extraordinaria que acuerda la emisión de las obligaciones convertibles en acciones «determina la ratio de conversión y sus modalidades y el párrafo siguiente [2º] añade que [la Junta] decide el aumento del capital social por un importe correspondiente al valor nominal de las acciones pendientes de conversión [o canje]».

El párrafo quinto prevé, asimismo, que la sociedad no puede acordar la reducción del superávit de capital.

⁽²⁾ P. CASELLA, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, Milán, 1983, págs. 140 y ss.

El párrafo sexto, como ya hemos visto, estipula que «en caso de reducción por pérdidas, la ratio de conversión se modifica en proporción a la cuantía de la reducción».

La ratio y las modalidades de conversión [de las acciones] acordadas por la Junta que las emite aparecen indicadas expresamente en el certificado de la obligación convertible, como título de posesión del acreedor convertible.

No obstante, la doctrina predominante, que pretende asignar a la obligación convertible la misma cantidad de acciones, si bien con un valor nominal reducido, se traduce en la modificación *in peius* de la ratio de conversión originariamente acordada por la Junta y prometida a los acreedores. Así pues, la doctrina altera cuanto dispone el apartado sexto *in fine* en la medida en que dispone que la ratio de conversión debe ser modificada «en proporción a la cuantía de la reducción».

En definitiva, la modificación de dicho valor debe ser inversamente proporcional a la reducción por pérdidas y la sociedad está obligada a asignar la misma cantidad de acciones con valor nominal reducido por pérdidas, cuyo producto sea igual al valor de la participación a la que tenía derecho originariamente [el acreedor].

El titular de las obligaciones convertibles tiene derecho a conseguir, en la ratio de conversión, una participación con un valor nominal igual al de las obligaciones prometido originariamente.

La sociedad no tiene derecho alguno a incumplir la obligación contraída.

El aumento de capital acordado en el momento de la emisión de las obligaciones convertibles, de conformidad con el tercer apartado, es insensible a la reducción, ya que se trata tan sólo de un capital futuro y virtual, a diferencia del capital existente y circulante de los accionistas, susceptible, por tanto, de reducción.

En consecuencia, el obligacionista convertible tiene derecho a recibir la cantidad de acciones con un valor nominal, fijado durante la deliberación de la reducción, que corresponde al valor nominal de las obligaciones poseídas y que convertirá en acciones.

Quienes sostienen lo contrario confunden gravemente el capital social circulante, en manos de los accionistas tras la reducción por pérdidas, con aquel derivado, sin embargo, de la decisión de aumento con arreglo al párrafo 3º del art. 2420 *bis*, un tipo de capital virtual y reservado tan sólo a los titulares de las obligaciones convertibles.

Por otra parte, los titulares de las acciones circulantes son imputables y responden, directa o indirectamente, como fuente de nombramiento de los órganos administrativos, de la adopción de decisiones de gestión que hayan causado las pérdidas.

Cabe desestimar la opinión de la doctrina dominante que pretende someter también las obligaciones convertibles a las pérdidas, siempre que no se ejerza el derecho de conversión o canje con anterioridad a la decisión de reducción del capital de conformidad con lo estipulado en el apartado sexto del artículo que nos ocupa que afirma textualmente «que la ratio de conversión se modifica en proporción a la cuantía de la reducción».

Se trata, pues, de una modificación de la ratio de conversión a favor de los obligacionistas y, de forma más específica, de una modificación inversamente proporcional a la reducción por pérdidas acordada que debe gravar tan sólo a los accionistas.

La opinión dominante contraria atribuye, sin embargo, al contenido literal de la norma el significado no ya de modificación, sino de conservación de la ratio meramente cuantitativa de las acciones con el valor nominal demediado de las obligaciones convertibles.

La sociedad, con la decisión de emitir obligaciones convertibles y de aumentar el capital reservado a los acreedores, asume un compromiso y queda obligada a asignar a estos últimos acciones por un determinado valor, al tiempo que debe garantizarles una ratio de conversión tal que agote por completo el aumento de capital reservado única y exclusivamente a los obligacionistas.

Por otra parte, en virtud del tercer apartado el aumento de capital acordado no puede ser revocado o modificado en detrimento de los acreedores convertibles, ya que dicho capital forma parte del Estatuto de la sociedad y aparece mencionado como compromiso en el propio certificado circulante del bono u

obligación, en concepto de compromiso de la sociedad emisora, en virtud del apartado séptimo del art. 2420 *bis*.

En efecto, hay que distinguir entre el capital de una sociedad existente y circulante tras la decisión de reducción, del aumento futuro y reservado a los obligacionistas, al igual que entre las acciones circulantes de las de futura emisión.

3. – La doctrina italiana afirma reiteradamente que, en caso de pretender proteger al obligacionista de las pérdidas en la modificación de la ratio de conversión, como ya hemos señalado, el obligacionista convertible obtendría beneficio de las pérdidas de la sociedad y se derivaría la consiguiente alteración de la ratio entre éste y el accionista.

Esta teoría carece de fundamento. En la práctica, el obligacionista no obtiene beneficio en caso de pérdidas sino que queda simplemente protegido por el hecho de que éstas no se le podrán imputar ni siquiera de forma indirecta.

Quien defendiese lo contrario beneficiaría contra toda lógica de las pérdidas a los accionistas, que responden colectivamente de las decisiones de gestión de los Administradores designados por ellos en perjuicio de los obligacionistas.

¿Acaso es justo que el titular de las acciones en circulación se beneficie de las pérdidas de la sociedad, de las que responde incluso indirectamente, a expensas de la sociedad y del acreedor convertible?

La sociedad está sin duda alguna obligada a garantizar al obligacionista la participación correspondiente al derecho de conversión o canje asegurado mediante la decisión de emisión y, por tanto, a darle cumplimiento. Sin embargo, también tiene un interés directo en preservar su perspectiva del flujo del aumento de capital acordado con arreglo al apartado 2 del art. 2420 *bis* del CC italiano, reservado a los acreedores convertibles.

Este interés adquiere más relevancia cuanto mayores son las pérdidas, como es el caso de la cancelación de capital.

La opinión dominante acaba protegiendo, contra toda lógica, los intereses de los accionistas en perjuicio tanto de la sociedad y de su supervivencia como de los acreedores convertibles.

Dicha opinión codifica el principio según el cual la sociedad incurre en el incumplimiento de las obligaciones contraídas con los obligacionistas mediante la decisión de emisión, causando su propio perjuicio.

El hecho de que tan sólo los accionistas sufran los efectos de la reducción por pérdidas, además de estar motivado por la razón mencionada, representa una consecuencia de la incidencia del riesgo a sus expensas.

¿Por qué debería extenderse la decisión de reducción por pérdidas al aumento de capital, aún inexistente y momentáneamente tan sólo virtual, y por qué llevar al obligacionista convertible a sufrir sus efectos, incluso de forma indirecta, pese a tratarse de una persona ajena a la concepción jurídica de la sociedad? Este último no se beneficia, sino que se le protege tan sólo de las pérdidas que, de otra forma, harían inconvertible su crédito.

Se trata de una mera consecuencia de la decisión de emisión y del aumento de capital al que corresponde la modificación del Estatuto societario y la mención del compromiso adquirido en el certificado de obligaciones.

La opinión dominante, aquí contrarrestada, acaba infringiendo el doble límite del patrimonio neto y del respeto del valor nominal.

Encontramos un razonamiento fundamental que sustenta la opinión aquí defendida en el art. 2412 del CC italiano.

Dicho artículo no sólo establece que la sociedad emisora de las obligaciones sólo puede reducir el capital social en proporción a las obligaciones desembolsadas, sino también que «en el caso de reducciones por pérdidas, la reserva legal debe seguir calculándose sobre la base del valor del capital social existente en el momento de la emisión», hasta que «el importe del capital social y de la reserva legal equiparen la cuantía de las obligaciones en circulación».

La lectura de esta norma no parece legitimar la opinión doctrinal equivalente.

Por último, el hecho de no poder acordar ni tan siquiera una reducción del capital considerada como forma de eliminar el patrimonio exuberante representa una razón más para apoyar la

no modificabilidad de la ratio de conversión *in peius* relativa a la obligación.

4. – Los defensores de la opinión aquí contrarrestada la justifican, por último, argumentando que, en virtud de lo dispuesto en el apartado sexto del art. 2420 *bis* del CC italiano, los obligacionistas convertibles se beneficiarían de un aumento de capital acordado, por lo que, por razones de simetría, participarían en las pérdidas, en la ratio de conversión, en caso de convertir sus títulos de crédito y/u obligaciones en acciones.

En realidad, cabe entender que dicha disposición guarda relación con el caso normal en que el aumento de capital se realiza con cargo a las reservas.

Ello tiene lugar, en particular, cuando dichas reservas se destinan a cubrir y limitar las pérdidas.

Este razonamiento respalda la conclusión opuesta sostenida por el autor según la cual el acreedor convertible queda protegido de las consecuencias de una utilización de reservas para cubrir pérdidas acordada por el accionista.

Asimismo, en caso de acordar el aumento de capital «con cargo a las reservas» sin la finalidad de cubrir las pérdidas, la extensión del beneficio a los obligacionistas convertibles está encaminada a protegerles de las decisiones de los accionistas que pudiesen perjudicar sus intereses.

En definitiva, las reservas no se encuentran disponibles en detrimento de los obligacionistas convertibles puesto que también pertenecen virtualmente a estos últimos.

La norma materializa, pues, la situación patrimonial de la sociedad en el momento de la emisión de la obligación y, al igual que el art. 2412 del CC italiano, protege al acreedor convertible de un empeoramiento de las condiciones de conversión con motivo de las decisiones de los accionistas, tal y como prevé también el apartado quinto del art. 2420 *bis*.

Esta protección de los intereses del obligacionista resulta asimismo coherente con todas las garantías relativas a sus derechos e intereses previstas en los arts. 2413, 2414, 2415 y siguientes del CC italiano.

Este compendio de normas contemplado en el código tiene como finalidad proteger al obligacionista convertible de las decisiones de los accionistas que pudiesen revelarse perjudiciales para él.

La salvaguardia prestada responde, asimismo, al hecho de que, en virtud del art. 2413 del CC italiano, el obligacionista, incluso el no convertible, tiene derecho a obtener las garantías previstas y a gozar de los poderes y facultades de las Juntas de Accionistas contempladas en los arts. 2415 y siguientes del CC.

El poder conferido a los obligacionistas que posean al menos un veinteavo de los títulos emitidos y no reembolsados de convocar la Junta de Obligacionistas, permite a estos prevenir y bloquear toda decisión perjudicial que hubiese podido ser adoptada por los accionistas.

La teoría que pretende proteger al obligacionista convertible de una reducción por pérdidas es válida, a mayor razón, en el caso de cancelación total del capital social por pérdidas.

Por último, cabe señalar que lo anterior es tan sólo aplicable al obligacionista convertible que no haya solicitado y obtenido la conversión con anterioridad a la aprobación de la reducción por pérdidas.

En efecto, el obligacionista convertible se convierte en un accionista como todos los demás y recae sobre él el riesgo de las deliberaciones relativas a la reducción del capital que no afecta, sin embargo, al obligacionista que no ha convertido sus títulos de crédito en acciones.

5. – Por último, y de acuerdo con esta disciplina, cabe objetar al legislador italiano el hecho de que haya penalizado excesivamente a los accionistas premiando, por el contrario, a los obligacionistas.

Con independencia de la imputabilidad y/o responsabilidad, incluso indirecta, del accionariado frente a las pérdidas derivadas de la actividad de gestión operada por los Administradores elegidos por aquél y, en cualquier caso, a raíz de la lógica del riesgo sobre los títulos circulantes, no es correcto suponer dicha responsabilidad frente a los obligacionistas.

Para defender los intereses de los accionistas, incluso frente a los obligacionistas, el ordenamiento italiano garantiza la solución prevista por el art. 2447 del CC italiano.

Esta norma prevé que, en caso de pérdidas que excedan un tercio del capital social y ante la hipótesis de que el capital se reduzca por debajo del límite legal, los Administradores deben «convocar a la Junta sin demora para acordar la reducción y el aumento contemporáneo del capital».

Más allá de esta hipótesis concreta, con alcance general en el sentido de que todo accionista que pretenda conservar su participación en el capital de la sociedad o entidad de la que formaba parte en el momento de emisión de las obligaciones convertibles sin sufrir los efectos de la modificación *in peius* a favor de los acreedores convertibles podrá recurrir a la reintegración del capital para absorber las pérdidas.

Esta circunstancia tan sólo se considera propia de los accionistas en caso de ser contemporánea a la reducción.

En definitiva, el obligacionista convertible, al no soportar las pérdidas, no puede beneficiarse del aumento o de la reintegración del capital acordado y efectuado por los accionistas en concepto de cobertura.

Otro texto del autor sobre el mismo tema:

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