

MODIFICA DEL RAPPORTO DI CAMBIO  
DELLE OBBLIGAZIONI CONVERTIBILI  
E RIDUZIONE PER PERDITE DEL CAPITALE SOCIALE(\*)

1. - È opinione dominante<sup>(1)</sup> che l'art. 2420 *bis*, 6° comma, c.c. vada interpretato nel senso che l'obbligazionista che deve convertire debba sopportare le perdite, e così subisca gli effetti della riduzione del capitale, in sede di rapporto di conversione, come tutti gli altri azionisti.

Questa conclusione è dedotta dai lavori preparatori e dall'analogo trattamento per la ipotesi inversa di aumento di capitale, mediante imputazione delle riserve<sup>(2)</sup>. Non mi pare tuttavia che possa convenirsi in tale opinione, per le ragioni che saranno esposte *infra* e che comunque sono proposte ai fini di un più approfondito dibattito sul tema. La formulazione letterale dell'art. 2420 *bis*, 6° comma, c.c., a stretto rigore, sembra far propendere per il non assoggettamento dell'obbligazionista convertibile al medesimo trattamento dell'azionista, là dove prevede e dispone la modificazione e non la conservazione del vecchio rapporto di cambio, che è rapporto quantitativo, tra obbligazioni (convertibili) ed azioni.

---

(\*) Da «Rivista di diritto civile», 1983, II, p. 485 ss.

(<sup>1</sup>) In tal senso: BUONOCORE, *Le obbligazioni convertibili in azioni nella legge di riforma*, in *Giur. comm.*, 1974, I, p. 724; R. CAVALLO BORGIA, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, Milano, 1978, pp. 166 ss. e nota 77 con citazioni di dottrina: V. COLUSSI, *Problemi delle obbligazioni convertibili in azioni*, in questa *Rivista*, 1967, I, p. 81; ID., *Le obbligazioni convertibili in azioni*, in questa *Rivista*, 1974, I, p. 606; COMUNALE, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, in *Vita not.*, 1977, p. 296; F. FERRARA JR., *Gli imprenditori e le società*<sup>6</sup>, Milano, 1980, p. 560, nota 24; R. NOBILI-M. VITALE, *La riforma delle società per azioni*, Milano, 1975, pp. 254 ss.; E. FAZZUTI, *Obbligazioni convertibili e modifica del rapporto di cambio*, in *Giur. comm.*, 1977, p. 928. *Contra*: G. FERRI, *La riforma delle società per azioni*, Torino, 1976, p. 404; F. GALGANO, *La società per azioni*<sup>3</sup> - *Le altre società di capitali* - *Le cooperative*, Bologna, 1978, pp. 204 ss.; BARONE, *Le obbligazioni convertibili in azioni nella nuova normativa*, in *Rolandino*, 1975, p. 619.

(<sup>2</sup>) V. BUONOCORE, *op. cit.*, p. 723; R. CAVALLO BORGIA, *op. cit.*, pp. 166 ss. tra i molti.

#### CAPITOLO QUARTO

Si faccia il caso corrente di una riduzione del capitale sociale mediante riduzione del valore nominale del titolo azionario. La dove si volesse far correre all'obbligazionista le medesime conseguenze dell'azionista, dovrebbe essere conservato e non modificato il vecchio rapporto di cambio, che è un rapporto tra una quantità di obbligazioni convertibili ed una quantità di azioni<sup>(3)</sup>. E così a *tot* obbligazioni convertibili, dal valore nominale di emissione, verrebbe a corrispondere lo stesso numero di azioni, dal valore nominale ridotto, di cui al vecchio rapporto di cambio. Ma perché allora il legislatore avrebbe sancito che in una ipotesi del genere va modificato il rapporto di cambio? E poiché l'art. 2420 *bis*, 6° comma, c.c., sancisce che nel caso di riduzione del capitale sociale, occorre modificare il vecchio rapporto di cambio, ciò non ha altro senso che quello di modificare il rapporto quantitativo tra obbligazioni convertibili ed azioni, sulla base dell'unico criterio valido, che è il rapporto precedente tra i valori nominali rispettivi, così che al medesimo numero di obbligazioni, dal valore nominale immutato, corrisponda un maggior numero di azioni, dal valore nominale ridotto.

La più recente opinione, sostenuta in dottrina, finisce invece per modificare il precedente rapporto tra i valori nominali<sup>(4)</sup> per conservare il vecchio rapporto di cambio quantitativo, così che al medesimo numero di obbligazioni, dal valore nominale immutato, corrisponda il medesimo numero di azioni, dal valore nominale ridotto e perciò diseguale. Ciò a mio modo di vedere, è esattamente il contrario di quello che vuole l'art. 2420 *bis*, 6° comma, c.c. la dove impone la modificazione del rapporto di cambio e non anche della parità nominale. Né un diverso argomento può trarsi dalla circostanza che la modificazione debba avvenire «in proporzione all'entità delle perdite», poiché le perdite si traducono, nella pratica corrente, proprio nella riduzione del valore nominale del titolo azionario e perciò in un nuovo valore nominale ridotto, in proporzione al quale va modificato il precedente rapporto di cambio a favore dell'obbligazionista il valore nominale dei cui titoli continua a rimanere invariato. E perciò nel caso si dimezzasse il valore nominale dell'azione, alla medesima quantità di obbligazioni convertibili dal valore nominale immutato corrisponderà una quantità doppia di certificati azionari. Codeste proposizioni riescono

---

(<sup>3</sup>) R. NOBILI-M. VITALE, *op. cit.*, pp. 228 ss.; V. BUONOCORE, *op. cit.*, pp. 721 ss. *Contra* e nel senso di tenere fermo il rapporto quantitativo e ridurre il valore nominale delle azioni di futura emissione: E. FAZZUTI, *op. cit.*, p. 928; R. CAVALLO BORGIA, *op. cit.*, p. 168.

(<sup>4</sup>) E. FAZZUTI, *op. cit.*, p. 926; C. COSTA, *La convertibilità anticipata nel sistema delle obbligazioni convertibili in azioni*, in *Riv. soc.*, 1980, pp. 74 ss.; D. VELO, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, Milano, 1975, tra i molti.

ovvie la dove il rapporto di cambio sia correttamente inteso come rapporto tra obbligazioni ed azioni di futura emissione, quali deriveranno dalla loro conversione, in sede di esecuzione dell'aumento di capitale riservato *ex art. 2420 bis*, 2° comma, c.c. Il rapporto di cambio viene invece generalmente inteso tra obbligazioni convertibili ed azioni in circolazione e perciò tra i rispettivi valori nominali dopo la riduzione per perdite.

Un tal modo di vedere è errato perché le obbligazioni convertibili non si cambiano con le azioni in circolazione, ma invece con quelle di futura emissione, in sede di conversione. E perciò esso dipende non dalla modifica del valore nominale dei titoli azionari in circolazione ma dalla eventuale modifica statutaria del valore nominale delle azioni in genere e perciò di quelle riservate, per allinearle al mutato valore delle azioni circolanti per effetto delle perdite. Si vuol dire che nel caso fosse ridotto il valore nominale statutario delle azioni in genere, aumenterà il numero delle azioni di futura emissione riservato all'obbligazionista così che il prodotto relativo sia eguale a quello preesistente del minore numero delle azioni del vecchio valore nominale più elevato. Ipotizzato il vecchio rapporto di conversione secondo la eguaglianza seguente:  $Q(oc) : Q(a) = VN(a) : VN(oc)$ .

Dove il prodotto dei «medi» è uguale al prodotto degli «estremi», si avrà perciò che  $Q(oc) \times VN(oc) = Q(a) \times VN(a)$ <sup>(5)</sup>.

---

(<sup>5</sup>) Il discorso di Fazzuti è ineccepibile fino là dove afferma che la modifica del rapporto di cambio si traduce in un aumento o in una diminuzione di siffatta quantità ampliandosi o riducendosi il valore nominale delle azioni riservate in opzione agli obbligazionisti e conclude «varia infatti la misura di A rispetto ad OC» (p. 927). Ma Fazzuti sbaglia a mio modo di vedere, perché non avverte che si tratta di un aumento o di una diminuzione della quantità delle azioni inversamente e non direttamente proporzionale all'aumento od alla riduzione del loro valore nominale.

Un secondo errore sta nel fatto che contempla l'aumento o la diminuzione della quantità delle azioni in relazione all'aumento o alla riduzione del valore nominale «complessivo delle azioni riservate in opzione agli obbligazionisti» che invece resta immutata e non già al valore nominale individuale delle azioni riservate. Con che contemplando una riduzione dell'aumento di capitale riservato alla conversione, postula in tesi quello che dovrebbe dimostrare in ipotesi, incorrendo in una macroscopica tuttologia e dà per scontata la modifica della delibera di aumento del capitale al momento della emissione delle obbligazioni convertibili. Tutte le successive inferenze, compreso le formule matematiche sono perciò, a mio avviso, erronee. Ciò risulta palese là dove il Fazzuti intende il mutamento del rapporto di cambio come mutamento del precedente rapporto tra i valori nominali, così che la formula a p. 927, 1:2 si risolverebbe in quella a p. 928 1:4. Ciò è confermato a p. 929 là dove il Fazzuti afferma che altrimenti verrebbe conservato il rapporto di cambio che dovrebbe essere mutato. Il

CAPITOLO QUARTO

Ove: Q (oc) = quantità obbligazioni convertibili  
 VN (oc) = valore nominale obbligazioni convertibili  
 Q (a) = quantità azioni di futura emissione  
 VN (a) = valore nominale delle azioni di futura emissione.

Se, a seguito delle perdite, il valore nominale delle azioni in circolazione è ridotto alla metà e con esse il valore nominale statutario e perciò anche di quelle emittende, si avrà la seguente nuova eguaglianza:

$$Q (oc) : 2 Q (a) = VN (a) : VN (oc)^{(6)}.$$

Quindi  $Q (oc) \times VN (oc) : 2 Q (a) \times (1/2) VN (a)$ .

$$\text{E in definitiva } 2 Q (a) = \frac{Q (oc) \times VN (oc)}{(1/2) VN (a)}$$

E così, ipotizzando un rapporto di cambio di obbligazioni convertibili, per un valore nominale di lire 10.000, in azione dal valore nominale di lire 5.000 e quindi un rapporto 1=2, ad una obbligazione da lire 10.000 corrispondono due azioni da lire 2.500, ma non certamente un'azione da lire 2.500, che postula invece un rapporto 1=4.

Fazzuti a mio avviso, erroneamente identifica il rapporto di cambio da modificare col rapporto tra i rispettivi valori nominali all'emissione e perciò con la frazione  $\frac{x}{y}$  onde argomenta che mutare il rapporto di cambio vorrebbe dire mutare tale frazione  $\frac{x}{y}$  (1:2 in 1:4).

Il legislatore a mio modo di vedere ha adottato l'espressione «rapporto di cambio» non nel senso postulato dal Fazzuti ma nel senso che il medesimo autore riconosce, a p. 926, che esso normalmente viene indicato dalle delibere e dai bandi di emissione e cioè che «N obbligazioni da nominali tot lire saranno convertibili in N azioni da nominali tot lire». In altri termini quello che muta, è N azioni di futura emissione per il nuovo valore nominale statutario, in modo che il relativo prodotto sia uguale al prodotto di N obbligazioni per il valore nominale immutato. La frazione che risulta dalla equazione tra codesti due prodotti non deve mutare mentre muta il rapporto di cambio, che è invece il rapporto tra due quantità dei due titoli, in funzione dei loro valori nominali al momento della emissione; così anche F. TEDESCHI, *Le obbligazioni convertibili, azzeramento, reintegrazione del capitale*, in *Giur. comm.* 1981, I, p. 189. Perciò risulta erronea la conclusione tratta da Fazzuti a p. 929, periodo iniziale, nonché le osservazioni nella nota 17 a p. 929.

(<sup>6</sup>) E non come si vorrebbe generalmente dai sostenitori dell'opposta opinione ed in specie da Fazzuti a pp. 927 ss. per cui la formula  $Q (oc) \times VN (oc) = Q (a) \times VN (a)$  sarebbe equivalente a quella molto diversa  $Q (oc) \times VN (oc) = Q (a) \times \frac{1}{2} VN (a)$ .

Non è detto peraltro che una riduzione di capitale a seguito di perdite, anche là dove si traduce in una riduzione del valore nominale dei certificati in circolazione conduca alla modifica del valore nominale statutario e così dei certificati di futura emissione.

È il caso, in cui il valore nominale dei certificati esistenti venga ripristinato con un aumento a pagamento, a spese dell'azionista contestuale alla riduzione senza emettere nuovi certificati, ovvero si faccia luogo al raggruppamento delle azioni di valore nominale ridotto fino a raggiungere il vecchio valore nominale.

2. - Non si perviene a diversa conclusione, ove si ponga attenzione alla insensibilità dell'aumento di capitale riservato al servizio della conversione ma non ancora eseguito, a sopportare le perdite societarie. Non pare dubbio che il capitale sociale che viene ridotto, in corrispondenza delle perdite *ex art.* 2446 c.c. sia quello esistente e versato e non anche quello semplicemente deliberato, ma non ancora sottoscritto ed eseguito. E peraltro la società ha e continuerà ad avere un concreto interesse a conservare la prospettiva di un afflusso di capitale, già deliberato e riservato all'obbligazionista, nel momento in cui essa ha maggiore bisogno di capitali di rischio ed a causa delle perdite vede allontanarsi la prospettiva medesima anche in futuro di un'acquisizione di nuovi capitali di rischio. Un tale interesse della società a conservare l'aumento di capitale come deliberato, è anzi direttamente proporzionale all'entità delle perdite e perciò alla riduzione del capitale esistente fino a raggiungere la sua massima intensità nel caso di perdita dell'intero capitale. E più alte sono le perdite, più la società aspira, come a propria *spes vitae*, a disporre anche in futuro di sempre maggiori capitali. Nel caso di azzeramento di capitale sociale esistente è stata anche prospettata di recente la conversione anticipata del prestito obbligazionario<sup>(7)</sup> in alternativa a chi ne vorrebbe dedurre la sua coatta inconvertibilità<sup>(8)</sup>.

E pur non sembrando a chi scrive accoglibile una tale proposta, in quanto modificativa delle condizioni di emissione del prestito convertibile, non pare tuttavia dubbio che una tale opinione avverta il permanere dell'interesse societario, a non perdere anche in futuro la prospettiva di acquisire i capitali deliberati e sia nel senso di non far correre all'obbligazionista il rischio delle perdite che corre l'azionista. Come e perché si dovrebbe, del resto, ridurre anche l'aumento di capitale deliberato al servi-

<sup>(7)</sup> In tal senso F. TEDESCHI, *op. cit.*, pp. 191 ss.

<sup>(8)</sup> R. NOBILI-M. VITALE, *op. cit.*, p. 255; E. FAZZUTI, *op. cit.*, pp. 934 ss.; R. CAVALLO BORGIA, *op. cit.*, p. 158, tra i molti.

zio della conversione e che per non essere ancora sottoscritto non si è tradotto in capitale esistente? Ed in qual modo una eventuale riduzione giocherebbe a favore della società ed a sollievo dell'azionista?

È opinione autorevole che l'aumento di capitale a servizio della conversione non sia revocabile e si controverte da chi ammette la sua revocabilità se basti una delibera maggioritaria dell'assemblea degli obbligazionisti *ex art.* 2415 c.c.<sup>(9)</sup> od occorra il consenso di ogni singolo obbligazionista<sup>(10)</sup>. La rilevata mancanza di interesse della società ed anzi la prospettiva di interesse contrario ad una siffatta revoca, rafforza l'opinione della irrevocabilità della delibera di aumento. Alla luce delle considerazioni sopra riferite, sembra a chi scrive, che non possa ammettersi una riduzione dell'aumento di capitale deliberato e perciò una sua modifica. L'opinione favorevole ad una riduzione dell'aumento di capitale al servizio della conversione, proporrebbe poi una problematica assai più complessa e di incerta soluzione, senza servire alla società né alleggerire le perdite dell'azionista. Non è dato opinare infatti quali sarebbero le conclusioni da trarre a carico dell'obbligazionista nel caso di riduzione dell'aumento di capitale al servizio della conversione: dovrà ammettersi una sorta di convertibilità parziale delle obbligazioni in azioni, così che l'obbligazione resti *pro quota* e percentualmente convertibile e *pro quota* degradata a

---

(<sup>9</sup>) Nel senso della irrevocabilità facendola derivare dalla configurazione di patto di opzione: A. DE MARTINI, *Profilo giuridico delle obbligazioni convertibili*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1957, I, pp. 538 ss.; B. VISENTINI, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, Roma, 1947, p. 46. Si sostiene da chi propende per la riduzione del rapporto di cambio che la società debba contestualmente revocare o modificare la precedente delibera di aumento del capitale sociale. Ma poiché quel che si riduce, in conseguenza delle perdite è il capitale esistente e non l'aumento di capitale precedentemente deliberato, non vedo la ragione ed il come possa ridursi codesto aumento di capitale. Deduco la irrevocabilità anche dal rilievo che mi sembra un non senso da un lato escludere gli azionisti dalla opzione dell'aumento di capitale, riservato agli obbligazionisti, e poi rimettere alla mercé di loro delibere, addirittura la revoca o la modifica delle delibere di aumento del capitale riservato.

Sulla individuazione del tipo ideale di delibera di emissione delle obbligazioni e dell'aumento di capitale, con esclusione dell'opzione agli azionisti; P. CASELLA, in *Delibera di emissione di obbligazioni convertibili, aumento di capitale ed omologazione*, in *Giur. comm.*, 1977, II, pp. 920 ss.

(<sup>10</sup>) Per la revocabilità, previa approvazione dell'assemblea degli obbligazionisti: R. NOBILI-M. VITALE, *op. cit.*, pp. 258-259; nel senso che il patto di conversione possa essere revocato col conseguente obbligo del risarcimento del danno; G. MINERVINI, *Obbligazioni convertibili in azioni ed opzione*, in *Riv. dir. comm.*, 1946, I, pp. 533 ss.; A. PAVONE LA ROSA, *Le obbligazioni in serie speciale della SO.FI.S.*, in *Riv. soc.*, 1963, pp. 909 ss.

semplice obbligazione? È fin troppo ovvio che in caso di riduzione dell'aumento di capitale non tutto il prestito risulterebbe convertibile, ma solo in parte, mentre il problema della portata e della direzione della modifica del rapporto di cambio *ex art. 2420 bis, 6° comma, c.c.* resterebbe tale e quale. A questo punto sembra inevitabile concludere che se l'aumento di capitale, al servizio della conversione, resta delle dimensioni quantitative in cui venne deliberato e perciò tutto il prestito, e non una parte di esso, sia convertibile, la modifica del rapporto di cambio non può approdare ad altro risultato, come sopra si è detto, che non sia la conversione della stessa quantità di obbligazioni, dal più alto valore nominale, in una maggiore quantità di azioni di valore nominale ridotto e nel segno del ripristino del vecchio rapporto tra i valori nominali. L'opinione in cui non si può assolutamente convenire è quella corrente che vorrebbe modificare il rapporto di cambio così che ogni obbligazione di valore nominale immutato si converta nello stesso numero di azioni di valore nominale ridotto e perciò con un sovrapprezzo direttamente proporzionale alla perdita, a carico dell'obbligazionista. Codesta convertibilità di tutto il prestito obbligazionario nella predeterminata quantità di azioni, ma dal valore nominale ridotto, suppone una riduzione dell'aumento di capitale al servizio della conversione, la cui legittimità è da negarsi.

Invece, là dove l'aumento di capitale nominale sia mantenuto tale e quale e destinato ad esaurire tutto il prestito, deve per forza concludersi che modificare il rapporto di cambio vuol dire aumentare il numero di azioni di valore nominale ridotto a fronte di un'obbligazione convertibile di valore nominale immutato.

Sembra contro ogni logica che si ipotizzi una modificazione di un rapporto di cambio nel senso di un sovrapprezzo proprio quando e nella misura in cui il patrimonio societario non già registra degli incrementi, ma subisce addirittura delle falcidie e le azioni diventano meno appetibili. E così non diversamente appare un non senso che la società proprio quando ha più bisogno di capitali e vede allontanarsi la prospettiva di acquisirne di nuovi, riduca un aumento di capitale già deliberato o disincentivi la conversione rendendola più gravosa. Ma come e perché mai, solo l'obbligazionista, che intenda convertire è tenuto a locupletare la società di una speciale riserva di sovrapprezzo di conversione a sole sue spese, facendone beneficiare addirittura gli azionisti, che così riceverebbero un premio per il cattivo andamento degli affari? E che dire del fatto che più alta è la perdita della società più alto si prospetterebbe il sovrapprezzo dell'obbligazionista, e perciò il premio per l'azionista e il massimo sovrapprezzo coinciderebbe nientemeno con la perdita dell'intero capitale sociale? Il meno che possa dirsi di codesto modo di intendere la modifica del rapporto di cambio è che esso codifica il deterioramento delle condizioni di

emissione del prestito aggravando il prezzo di emissione, nella logica della violazione del diritto alla conversione.

3. - Si è proposta a sostegno della opinione che vuole modificare il rapporto di cambio in danno dell'obbligazionista, la giustificazione che altrimenti lo stesso si avvantaggerebbe delle perdite della società<sup>(11)</sup>. È trasparente la preoccupazione di conservare il precedente rapporto di partecipazione degli azionisti nei confronti degli obbligazionisti convertibili, con l'assoggettare entrambi alle perdite del capitale sociale. Un interesse dell'azionista alla conservazione del suo rapporto di partecipazione non mi pare oggetto di autonoma tutela e si palesa perciò affidato solo all'autotutela dell'azionista, con le sue scelte assembleari. Occorre anzitutto osservare che le perdite societarie possono se mai essere fatte dipendere da scelte dirette o indirette del corpo azionario e del gruppo di controllo in particolare, ma non certamente dell'obbligazionista come tale estraniato dalle scelte di politica societaria.

È opportuno rilevare a proposito del lamentato vantaggio dell'obbligazionista, che esso non potrebbe mai derivare, in modo automatico dalle perdite<sup>(12)</sup>, ma se mai dalle deliberazioni del corpo azionario che riducono il capitale e fanno o meno luogo contestualmente alla sua reintegrazione. Cominciamo dall'ipotesi in cui la riduzione del capitale sociale sia facoltativa, per essere al di sotto di 1/3<sup>(13)</sup> o rinviabile all'esercizio successivo *ex art. 2446 c.c.* Gli azionisti potranno solo imputare alla loro decisione, a secondo che sia preferita la riduzione o il rinvio, la prospettiva di un mutamento del precedente rapporto di partecipazione propria o degli obbligazionisti convertibili alla società. La riduzione del capitale sociale per perdite è, per caso, obbligatoria *ex art. 2446, 2° comma, c.c.* e gli azionisti riducono il capitale *tout-court*? Essi possono rimproverare solo alla loro decisione di ridurre il capitale sociale, senza contestualmente aumentarlo, il mutamento del vecchio rapporto di partecipazione nei confronti degli obbligazionisti, dato che resta fermo l'aumento di capitale riservato alla conversione. Vuole invece l'azionista conservare nei confronti dell'obbligazionista il suo precedente rapporto di partecipazione? L'assemblea azionaria ridurrà il capitale sociale, per perdite, e contestualmente lo reintegre-

<sup>(11)</sup> In tal senso R. CAVALLO BORGIA, *op. cit.*, pp. 167 ss.; V. BUONOCORE, *op. cit.*, p. 724; C. COSTA, *op. cit.*, p. 79, nota 4; F. FERRARA JR., *op. cit.*, p. 560; R. NOBILI-VITALE, *op. cit.*, p. 254.

<sup>(12)</sup> Nel senso invece di configurare le perdite come riflessi negativi della gestione che perciò si produrrebbero da sé: E. FAZZUTI, *op. cit.*, p. 936.

<sup>(13)</sup> R. CAVALLO BORGIA, *op. cit.*, p. 170; B. COMUNALE, *op. cit.*, p. 295; R. NOBILI-M. VITALE, *op. cit.*, p. 256; *contra*: M. SANDULLI, *op. cit.*, p. 116.



rà a pagamento, diminuendo ed aumentando il valore nominale dei certificati in circolazione, e cioè conservando il vecchio valore nominale statutario dei certificati. In questo caso i vecchi certificati azionari saranno «stampigliati» e quindi in loro vece, ad aumento di capitale eseguito ne saranno emessi di nuovi, mentre quelli inoptati saranno «raggruppati» così che i nuovi certificati abbiano il valore nominale originario, salvo collocare la parte di aumento rimasta ineseguita presso azionisti o terzi.

Il corpo azionario farà luogo ad una riduzione del valore nominale statutario del certificato azionario e così delibererà la reintegrazione del capitale sociale mediante la emissione di nuove azioni di valore nominale ridotto? Gli azionisti non possono nascondersi che in un caso del genere, a differenza della ipotesi precedente, muterà in prospettiva il rapporto di partecipazione, dato che le azioni di nuova emissione dovranno essere offerte in opzione agli obbligazionisti, in concorso con i soci, ai sensi dell'art. 2441 c.c.<sup>(14)</sup>. Si vuol dire cioè che l'azionista *est faber fortunae suae*, con le deliberazioni che andrà ad assumere, per la copertura delle perdite. Il legislatore, in sostanza, lascia arbitro l'azionista di conservare o meno la sua partecipazione, attraverso la molla dei suoi interessi e delle sue determinazioni assembleari e non si preoccupa di tutelarla, malgrado lui, come se fosse un minore.

È certo che ove l'azionista riduca, senza contestualmente aumentare o, aumenti in misura inadeguata o coll'emettere nuove azioni di valore nominale ridotto, lo aumenti in modo da rendere doverosa la opzione *ex art.* 2441, 1° comma, c.c.<sup>(15)</sup>, egli non può pretendere di conservare la vecchia partecipazione, non diversamente da quando vende i diritti o non sottoscrive l'aumento di capitale. Ciò però dipende da una scelta dell'azionista, le

(14) In effetti il diritto di opzione all'obbligazionista scatta nel caso che si faccia luogo a emissione di nuove azioni, come è il caso che il reintegro del capitale avvenga in questa forma e non in quella di tener fermo il valore nominale statutario, così come all'ipotesi precedente.

Criticano l'art. 2441 c.c. come comportante un ingiustificato arricchimento a pro degli obbligazionisti, che probabilmente non eserciteranno il diritto di conversione: R. CAVALLO BORGIA, pp. 157 ss.; A. JANNUZZI, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, in *La riforma delle società per azioni e della borsa valori*, Quaderno della Rivista *Impresa, Ambiente e Pubblica amministrazione*, Milano, 1976, pp. 89 ss.; PORTALE, *Opzioni e soprapprezzo* nella Novella Azionaria in *La riforma stralcio e la Piccola riforma della borsa valori*, Milano, 1975, p. 226.

La attribuzione del diritto di opzione all'obbligazionista convertibile, prima che sia maturato il diritto alla conversione, ci induce ad argomentare nel segno della tutela dell'obbligazionista e perciò che non possa essere disincentivata la conversione.

(15) Sul punto: R. NOBILI, *op. cit.*, p. 225; F. TEDESCHI, *op. cit.*, p. 191; E. FAZZUTI, *op. cit.*, p. 935; M. SANDULLI, *op. cit.*, p. 115; R. CAVALLO BORGIA, *op. cit.*, p. 157.

cui conseguenze è giusto siano sopportate da lui e non dall'obbligazionista. È certo che l'art. 2420 *bis*, 6° comma, c.c. si preoccupa di tutelare l'obbligazionista dallo strapotere dell'azionista, come quando sancisce la modificazione del rapporto di cambio a suo favore, nel caso dell'aumento gratuito, per evitare che sia annacquato il rapporto di conversione. Il legislatore in sostanza non vuole che l'obbligazionista sia alla mercé dell'azionista, come diversamente accadrebbe, nel caso fosse accolta l'opinione contraria a quella qui sostenuta e che inespugnabilmente ha riscosso successo nella dottrina più recente. Non è dubbio che essa metterebbe capo alla conclusione di lasciare l'obbligazionista ed il rapporto di conversione al totale arbitrio dell'azionista, portatore di un interesse antagonistico e sia pure per *culpa di eligendo*, responsabile del cattivo andamento della società. E così accadrebbe che l'azionista, col ridurre il capitale sociale mediante la riduzione del valore nominale del titolo azionario, con il reintegrare il capitale sociale predetto in azioni di valore nominale originario o ridotto, col raggruppare o meno le azioni di valore nominale ridotto o col frazionare o meno il certificato obbligazionario, finirebbe per assumere decisioni che conservano o gravemente penalizzano il rapporto di conversione dell'obbligazionista. E così il diritto alla partecipazione sociale specie se ci sono plusvalenze patrimoniali dell'obbligazionista verrebbe rimesso all'arbitrio dell'azionista. Costui in altri termini, con lo scegliere il taglio nominale del certificato azionario e di quello obbligazionario, col non raggruppare gli uni o non frazionare gli altri, col reintegrare o meno il capitale perso, finirebbe per imporre un sovrapprezzo di conversione a carico dell'incolpevole obbligazionista e si attribuirebbe un premio, per il cattivo andamento degli affari malgrado che questo dipenda anche dalle sue scelte!

Una conclusione siffatta è da reputarsi aberrante.

4. - L'opinione qui avversata è stata ancora giustificata in base ai lavori preparatori ed all'argomento *a contrariis* ed analogico, per la ipotesi simmetrica di aumento del capitale sociale mediante imputazione delle riserve<sup>(16)</sup>. Non mi pare che codesti argomenti siano fondati e comunque risolutivi. Invero, quale che sia la formulazione dell'art. 4 del progetto Marchetti<sup>(17)</sup> non pare che la mera opinione del proponente, scompagnata

<sup>(16)</sup> E. FAZZUTI, *op. cit.*, p. 924; M. SARALE, in *Giur. comm.*, 1982, p. 919; V. COLUSSI, *op. cit.*, p. 81; V. BUONOCORE, *op. cit.*, p. 724.

<sup>(17)</sup> L'art. 4 del progetto Marchetti non contemplava l'ipotesi di aumento gratuito. La ipotesi dell'aumento è stata introdotta da un emendamento presentato in aula. L'art. 4 prevedeva «nel caso di riduzione del capitale sociale per perdite, il rapporto di

da ulteriori e più maturati consensi nei lavori legislativi, sia argomento grave per interpretare l'art. 2420 *bis*, 6° comma, c.c., tanto più che la formula della norma è nuova e diversa rispetto a quella del predetto progetto<sup>(18)</sup>. È stato osservato che del tutto casuale è stato l'abbinamento delle due opposte ipotesi dell'aumento e della riduzione del capitale<sup>(19)</sup> nell'ambito della stessa norma, sicché non sembra conclusivo l'argomento *a contrariis* per la ipotesi di aumento. Va anzi sottolineato che se è consentito trarre un argomento dalla modifica del rapporto di cambio, nel caso dell'aumento gratuito esso è nel senso che il legislatore ha inteso proteggere il diritto di conversione dell'obbligazionista. Invero l'argomento sistematico è appunto nel senso di tutelare l'obbligazionista nei confronti dell'azionista portatore di un interesse antagonistico e non già nel senso di una eguaglianza di trattamento, cosicché l'obbligazionista abbia a subire le perdite alla pari con l'azionista. E così l'art. 2420 *bis*, 5° comma, c.c. chiama l'obbligazionista, con la possibilità della conversione anticipata, a partecipare ad una maggiore ripartizione degli utili che fosse disposta a favore dell'azionista, ad esempio, ad accantonamenti per riserve.

E tuttavia, nel caso inverso di una riduzione del capitale sociale per perdite, l'art. 2412 c.c. garantisce egualmente l'obbligazionista, anche e compreso quello convertibile, nei confronti dell'azionista, laddove penalizza la distribuzione degli utili agli azionisti col contemplare che «la misura della riserva legale debba continuamente calcolarsi sulla base del capitale sociale esistente al tempo della emissione». Non si vede perché la misura della riserva legale non dovrebbe calcolarsi sulla base del capitale ridotto e non di quello precedentemente esistente, almeno per l'ammontare corrispondente alle obbligazioni convertibili, se il portatore di queste ultime avesse un trattamento eguale a quello dell'azionista. Codesta eguaglianza di trattamento nel subire le perdite, non sussiste neppure tra i vari titoli azionari, come è il caso delle azioni di risparmio rispetto a quelle ordinarie, che è ipotesi più vicina alle obbligazioni convertibili, prima della loro conversione.

5. - Restano ora a vedersi i numerosi e, a mio avviso, insuperabili argomenti logico-sistematici, che dimostrano come la modifica del rappor-

---

cambio è ridotto in proporzione alla misura della riduzione».

(<sup>18</sup>) La evoluzione della norma ed il fatto che l'opinione del proponente non ha trovato consensi, tanto meno di rilievo, la trasformazione del medesimo dettato normativo, fanno sì che a mio modo di vedere codesto precedente non abbia rilievo nel senso di interpretare la norma, a sfavore dell'obbligazione.

(<sup>19</sup>) Sulla casualità dell'abbinamento delle due fattispecie: R. NOBILI-M. VITALE, *op. cit.*, p. 254.

to di cambio *ex art. 2420 bis*, 6° comma, c.c., possa avvenire solo nel senso dell'aggiustamento di una nuova e maggiore quantità di azioni, divenute di valore nominale ridotto, dopo la riduzione *ex art. 2436 c.c.*, a fronte della medesima quantità di obbligazioni, rimaste di valore nominale immutato, in modo che sia rispettata l'equivalenza dei loro rispettivi valori nominali. È doveroso osservare che solo una modifica in tal senso — e questo è il più grave argomento — consente di ipotizzare l'adempimento della società in ordine ai suoi obblighi verso il creditore obbligazionista, quali vennero promessi alla emissione, sia che il contratto sia configurato come un contratto di opzione<sup>(20)</sup> o come un contratto preliminare unilaterale<sup>(21)</sup>. Una modifica del rapporto di cambio, come inteso dalla più recente dottrina equivale a codificare — contro tutti i principi — l'inadempienza volontaria della società in ordine ai suoi obblighi verso il creditore. Il rapporto di cambio tra una data quantità di obbligazioni ed una data quantità di azioni, dal rispettivo valore nominale al momento dell'emissione, costituisce anche il prezzo di emissione delle obbligazioni convertibili<sup>(22)</sup>, per cui modificare il rapporto di cambio non può avere altro senso che quello di modificare le rispettive quantità, in modo da tenere ferme le condizioni di emissione del prestito e cioè il suo prezzo di emissione. Codesto prezzo non può essere inferiore a quello nominale, salvo il caso di disaggio<sup>(23)</sup> e non può essere superiore al patrimonio netto della società<sup>(24)</sup> e si concreta, al momento della emissione, nel promesso rapporto di conversione tra una quantità di titoli dell'una e dell'altra specie. L'opinione qui avversata conduce al risultato aberrante di un aggiustamento, nel tempo, in modo da tendere a violare il limite del patrimonio netto e quello del medesimo valore nominale. Un mutamento che rendesse più oneroso il prezzo di emissione delle obbligazioni, comporte-

---

(<sup>20</sup>) Nel senso della configurazione dell'opzione: V. BUONOCORE, *op. cit.*, p. 716; R. CAVALLO BORGIA, *op. cit.*, p. 242; E. SIMONETTO, *op. cit.*, p. 200; G. COTTINO, *op. cit.*, p. 716.

(<sup>21</sup>) R. NOBILI-M. VITALE, *op. cit.*, p. 235.

(<sup>22</sup>) Nel senso che l'assemblea nel fissare il rapporto di cambio terrà conto del prezzo dell'emissione delle obbligazioni e del valore economico delle stesse; E. FAZZUTI, *op. cit.*, p. 927; R. NOBILI-M. VITALE, *op. cit.*, p. 229; e specificamente che «il valore nominale delle obbligazioni non deve coincidere con quello delle azioni», esso sarà però in pratica determinato tenendo conto del valore nominale delle azioni e del rapporto di cambio: R. NOBILI-M. VITALE, *op. cit.*, p. 226.

(<sup>23</sup>) Sulla emissione di obbligazioni sotto la pari, quando la società destini riserve disponibili a copertura del disaggio: R. NOBILI-M. VITALE, *op. cit.*, pp. 227 ss.

(<sup>24</sup>) E. FAZZUTI, *op. cit.*, pp. 931 ss.

rebbe, come condizione di legittimità o quantomeno di efficacia<sup>(25)</sup>, una delibera dell'assemblea degli obbligazionisti *ex art.* 2415, n. 2, c.c., se non addirittura il consenso di ogni obbligazionista<sup>(26)</sup>.

Ciò equivarrebbe, nella più benevola ipotesi, ad ipotizzare una dialettica reciprocamente paralizzantesi tra assemblea degli azionisti ed assemblea degli obbligazionisti, portatori di interessi antagonistici e dimostra la impraticabilità di un certo modo di intendere la modifica *ex art.* 2420 *bis*, 6° comma, c.c. La riprova della esattezza della opinione, qui sostenuta, è data nel caso di un aumento, invece che di una riduzione, del valore nominale dei titoli azionari, come ad esempio, per il raggruppamento dei certificati, dal rilievo che il rapporto di cambio muterà nel senso che occorrano più obbligazioni per avere lo stesso numero di azioni di prima, onde i complessivi valori nominali abbiano a pareggiarsi. Non può dirsi che l'opinione, qui sostenuta, cristallizzi, contro logica, nel tempo, il contenuto patrimoniale originario del diritto di conversione, dato che gli organi eletti dagli azionisti, e segnatamente quelli di controllo, dispongono *medio tempore* del patrimonio, salva la responsabilità *ex art.* 2419 c.c. onde la garanzia può dirsi ridotta alla conservazione del vecchio rapporto tra i valori nominali. Né essa può essere abolita con lo specioso, quanto abusato argomento, che l'obbligazionista convertibile non è tenuto e può astenersi, ove lo trovasse non conveniente, dall'esercitare il diritto di conversione<sup>(27)</sup>.

Ma poiché mai una obbligazione convertibile dovrebbe ridursi a quella ordinaria, se essa è stata sottoscritta a quelle condizioni proprio perché convertibile? Il nostro ordinamento giuridico — lo si è detto sopra — garantisce il diritto di conversione perfino dall'annacquamento dell'azionista<sup>(28)</sup> e perciò lo garantisce *a fortiori*. Ma codesto disincentivare la con-

---

(<sup>25</sup>) Nel senso che ogni modifica del diritto alla conversione diventi efficace solo dopo l'approvazione dell'assemblea degli obbligazionisti: R. NOBILI-M. VITALE, *op. cit.*, p. 259.

(<sup>26</sup>) L'opinione è citata da R. NOBILI-M. VITALE, p. 258 con riferimento ai casi più gravi.

(<sup>27</sup>) È la tesi di tutti coloro che sostengono l'opinione qui avversata a proposito della modifica del rapporto di cambio e di cui *supra*, *sub* nota 1.

(<sup>28</sup>) Nel senso che l'art. 2420 *bis*, 6° comma, c.c., sia finalizzato a proteggere il diritto alla conversione dell'obbligazionista: R. CAVALLO BORGIA, *op. cit.*, p. 147; R. NOBILI-M. VITALE, *op. cit.*, p. 252; V. BUONOCORE, *op. cit.*, p. 723; P. CASELLA, *op. cit.*, p. 924, definisce l'aumento di capitale collegato alla emissione delle obbligazioni, come «elastico o variabile» e cioè destinato ad essere coperto e liberato solo per quella parte di obbligazioni che saranno convertite. Deduco dalla esatta osservazione che la

versione soddisferebbe quali interessi e di chi? Non sembra che l'interesse dell'azionista a conservare la sua partecipazione allorquando non ha più fede nella società e perciò riduce e non aumenta il capitale o diserta dal parteciparvi, meriti di prevalere sul diritto di conversione dell'obbligazionista. Non si vede quale interesse della società verrebbe soddisfatto, quando questa, a seguito delle perdite, è più interessata che mai a tramutare i debiti in capitali di rischio. L'obbligazionista convertibile d'altro canto, potrebbe conseguire l'obiettivo di partecipare al nuovo capitale sociale in concorso con l'azionista, col solo esercizio del diritto di opzione *ex art. 2441 c.c.*, senza bisogno di convertire le obbligazioni in azioni e senza perciò sottostare al mutato rapporto di cambio. In un caso del genere, non verrebbe sacrificato solo l'interesse della società ad acquisire nuovi capitali di rischio? E perché l'obbligazionista dovrebbe trovarsi a pagare un sovrapprezzo per la conversione tanto maggiore quanto più alte sono le perdite, mentre non lo pagherebbe affatto per l'aumento, in ordine al quale, si limitasse ad esercitare l'opzione *ex art. 2441 c.c.*

La delibera di aumento del capitale al servizio della conversione *ex art. 2420 bis, 2° comma, c.c.*, a mio sommo avviso, non può essere revocata o modificata, nel senso di un aumento con sovrapprezzo e perciò non sembra modificabile il rapporto di cambio se non della direzione qui proposta.

6. - Ed ora passiamo a vedere quali sono gli argomenti testuali che orientano l'interprete a dare alla modifica *ex art. 2420 bis, 6° comma, c.c.*, il senso qui sostenuto di mutamento del rapporto quantitativo tra certificati azionari ed obbligazionari, in guisa da tenere fermo il vecchio rapporto tra i loro complessivi valori nominali alla emissione. È di fondamentale importanza, al riguardo, la formulazione dell'*art. 2420 bis, 2° comma, c.c.*, laddove l'entità dell'aumento di capitale deliberato al servizio della conversione, viene correlata «al valore nominale delle azioni da emettere»<sup>(29)</sup>. Se la somma dei valori nominali delle azioni corrisponde ed esaurisce l'ammontare dell'aumento di capitale e questo non è né revocabile, né modificabile, come si è sostenuto, ove si riduca il valore nominale dei certificati azionari, se ne dovrà aumentare il numero da emettere, fino ad esaurire l'aumento di capitale, deliberato al servizio della conversione. E

---

pretesa inconvertibilità delle obbligazioni, rimessa alla decisione degli azionisti, è in aperto contrasto con il fatto che l'obbligazionista è l'unico arbitro di convertire o meno, dopo le delibere societarie.

(<sup>29</sup>) R. NOBILI-M. VITALE, *op. cit.*, pp. 228 e 231.

ad esempio, poiché nel caso più semplice<sup>(30)</sup> che il valore nominale delle obbligazioni sia eguale a quello delle azioni, il predetto aumento di capitale corrisponde anche alla somma dei valori nominali dei certificati obbligazionari, al cui servizio è posto, la somma complessiva dei valori nominali delle azioni da emettere dovrà corrispondere oltre che all'aumento deliberato, anche alla somma complessiva dei valori nominali dei certificati obbligazionari. Se perciò nel caso soprariferito la somma dei valori nominali di una data quantità di certificati obbligazionari dovrà corrispondere a quella delle azioni e viceversa, si avrà che ad un dato quantitativo di obbligazioni rimaste, dal valore nominale più elevato, dovrà corrispondere un maggior numero di azioni di valore nominale divenuto ridotto, fino a che i loro complessivi valori nominali siano equivalenti. Ne deriva che, nel caso di una riduzione del valore nominale dei certificati azionari, in cui il futuro aumento di capitale al servizio della conversione, dovrà frazionarsi, in concomitanza con la riduzione per perdite *ex art.* 2436 c.c. del capitale esistente, si avrà una maggiore quantità di azioni di valore nominale ridotto e perciò nel medesimo senso varierà il precedente rapporto di cambio e cioè di quantità tra azioni di valore ridotto ed obbligazioni, rimaste di maggiore valore immutato. Un secondo argomento testuale è dato dall'art. 2420 *bis*, 4° comma c.c., laddove è detto che l'esecuzione dell'aumento di capitale dovrà essere attestata dagli amministratori «in misura corrispondente al valore nominale delle azioni emesse»<sup>(31)</sup>.

Ciò costituisce la ulteriore riprova della direzione in cui va modificato il rapporto di cambio, se è ben vero che esso deve potere concludersi con la integrale esecuzione, come si è detto, dell'aumento di capitale «in misura corrispondente al valore nominale delle azioni da emettere» e cioè con la emissione di tante azioni da poterlo esaurire. Una conversione di obbligazioni, secondo il rapporto di cambio, quale inteso dalla corrente dottrina, non consentirebbe di ipotizzare una esecuzione integrale, secondo il valore nominale delle azioni, dell'aumento di capitale deliberato, frustrando così l'art. 2420 *bis*, 4° comma, c.c. Essa potrebbe esaurire in astratto, solo il complessivo ammontare del prestito obbligazionario, mo-

---

(30) C'è coincidenza dei valori nominali delle azioni e delle obbligazioni nei casi seguenti: Cartiere Binda 14%, 81-86 da lire 1.000; Calzaturificio di Varese 13%, 80-85 da lire 2.500; Eternit 15%, 81-88 da lire 900; Generalfin, 13%, 81-88 da lire 800; Mediobanca Metalli 13%, 81-91 da lire 10.000; Mediobanca Viscosa 13%, 80-90 da lire 1.000; Mediobanca Olivetti 12%, 79-89 da lire 1.000.

(31) R. NOBILI-M. VITALE, *op. cit.*, p. 237.

#### CAPITOLO QUARTO

dificando la parità nominale, ma non potrà dirsi che una quantità, rimasta ferma, di azioni di valore nominale ridotto, possa mai esaurire l'ammontare nominale dell'aumento di capitale in conversione, che è un elemento fondamentale di riferimento di quel prestito. Infine un più complesso argomento sistematico è desumibile dagli artt. 2346, 2420 *bis*, 3° comma, 2410, 2412, c.c., nel senso che allorquando il legislatore attribuisce alla quantità di capitale azionario un giuridico rilievo in ordine alla quantità del prestito obbligazionario e viceversa, egli ha riguardo alla loro espressione nominale, come a dati aventi un comune denominatore, onde la quantità di titoli dell'una specie stà alla quantità di titoli dell'altra specie, esclusivamente in funzione del loro valore nominale individuale. Il principio del valore nominale, con riguardo alle azioni ed alle obbligazioni convertibili si deduce rispettivamente dagli artt. 2346, c.c. 2413 n. 4 e 2420 *bis*, 3° comma, c.c. E così la eguaglianza tra capitale azionario e prestito obbligazionario assunta dall'art. 2410 c.c., come limite di legittimità alla emissione del secondo, è intesa come equivalenza della somma dei loro valori nominali individuali, la dove dice «...per somma non eccedente», onde la quantità dei titoli azionari ed obbligazionari rileva con riferimento al loro valore nominale complessivo.

Non diversamente l'art. 2412, 1° parte, c.c., là dove sancisce che il capitale azionario può essere ridotto solo in proporzione alle obbligazioni rimborsate, ha riguardo al valore nominale dei dati quantitativi. Il nuovo equilibrio tra capitale azionario oggetto di riduzione e prestito obbligazionario rimborsato, è una nuova espressione, ancorata al valore nominale. L'art. 2412, 2° parte, c.c. parimenti ha esclusivo riferimento al valore nominale come ad ancora fissa cui è correlata la variabile quantità dei certificati, là dove detta che nel caso di riduzione del capitale sociale per perdite «la misura della riserva legale continua a calcolarsi sul capitale sociale preesistente» «fino a che l'ammontare del capitale sociale e delle riserve non eguagli l'ammontare delle obbligazioni in circolazione».

È assolutamente trasparente il riferimento all'ammontare delle obbligazioni quale risulta dal prodotto del loro numero per il loro valore nominale. Sempre al valore nominale viene pure coordinata la circostanza che il capitale sociale ed i titoli azionari siano «liberati o meno» che sono alla base delle limitazioni *ex art.* 2420 *bis*, 1° comma, c.c.

Si dedurrà, per concludere, che la modificazione del rapporto di cambio *ex art.* 2420 *bis*, 6° comma, c.c., riguarderà solo la quantità di azioni o di obbligazioni, in relazione al rapporto dei loro valori nominali contemplato al momento della emissione. E così muterà solo la quantità di azioni, divenute di valore nominale ridotto perché il relativo prodotto possa dirsi equivalente a quello dato dalla quantità di obbligazioni, rimaste di valore immutato.



7. - Nell'ambito del discorso che precede, cade anche l'ipotesi di azzeramento del capitale sociale per perdite. La dottrina che si è occupata dell'argomento ha variamente risolto, ed a mio avviso in modo erroneo, il problema, ora reputando caducata la delibera di aumento del capitale, al servizio della conversione<sup>(32)</sup>, e perciò divenute inconvertibili le obbligazioni, ora invece ipotizzando una conversione anticipata di quel prestito. Non vedo come possa considerarsi caducata codesta delibera di aumento di capitale, dal momento che la società ha più che mai interesse ad acquisire nuovi capitali, di cui vede svanire persino la speranza, anche se ciò si verificherà al momento stabilito. La tesi della sopravvenuta inconvertibilità non ha alcuna giustificazione e si risolve nel teorizzare la inadempienza e la violazione del diritto alla conversione, che è invece protetta dal nostro ordinamento. Una siffatta soluzione viene prospettata dall'angolo visuale di una difesa ad oltranza del rapporto di partecipazione degli azionisti, indirettamente più o meno immeritevoli, nei confronti degli obbligazionisti, nel momento in cui una tale preoccupazione ha oltretutto meno senso, anche perché un tale azzeramento sarebbe riconducibile ad un mancato reintegro contestuale di capitale a pagamento, malgrado si abbia a scontare la prospettiva di una esecuzione futura dell'aumento, al servizio della conversione.

È peraltro il caso di osservare che l'obbligazionista conseguirebbe la proporzionale partecipazione al capitale sociale, egualmente mediante l'esercizio del mero diritto di opzione *ex art.* 2441 c.c., cosicché dall'accoglimento di una tale tesi si vedrebbe imposta la conservazione del suo credito, quale esso è. Una tale conclusione, finisce per premiare l'obbligazionista più di quanto si creda, a scapito della società e verosimilmente del medesimo azionista. Anche la tesi della conversione anticipata del prestito obbligazionario non mi trova consenziente, anche se mi pare degna di maggiore interesse. Essa certamente si risolverebbe nel sovvertire il rapporto di equilibrio tra azionisti, che volessero partecipare ad un contestuale reintegro di capitale, così disincentivandolo, ed obbligazionisti, che sommando conversione anticipata e partecipazione quale frutto dell'esercizio dell'opzione, finirebbero per vedere rovesciato in ogni caso a loro favore l'equilibrio, nei confronti degli azionisti.

Codesta soluzione potrebbe apparire inevitabile, di fronte alla prospet-

---

(32) R. NOBILI-M. VITALE, *op. cit.*, p. 255; M. SANDULLI, *op. cit.*, p. 114; E. FAZZUTI, *op. cit.*, p. 935, tutti nel senso della caducazione della delibera di aumento di capitale e della inconvertibilità delle obbligazioni. Nel senso della conversione anticipata. Vedi. F. TEDESCHI, *op. cit.*, p. 184.

#### CAPITOLO QUARTO

tiva di un mancato reintegro del capitale e perciò dello scioglimento della società, che ovviamente trarrebbe nel nulla l'aumento di capitale deliberato. Si vuole qui dire che per il caso di un azzeramento del capitale sociale per perdite e di una contestuale reintegrazione a pagamento del predetto capitale perso, fino al precedente livello, mi pare che non debba ipotizzarsi necessariamente una conversione anticipata delle obbligazioni con le conseguenze sovvertitrici della partecipazione degli azionisti di cui si è detto. Dipenderà dalle scelte del corpo azionario, a seconda che contestualmente reintegri o meno ed in quale misura, così ricostituendo il capitale perso e preservando la società dal suo scioglimento, se si avrà o meno la conversione anticipata con la sovversione dell'equilibrio di partecipazione. E quivi, per inciso, mi sia consentito di avanzare un cauto, problematico dissenso dalla dominante dottrina che configura sempre e comunque, il diritto di opzione a favore dell'obbligazionista convertibile.

A mio modo di vedere, nel caso di reintegro del capitale sociale interamente perso, e fino al precedente livello, non ipotizzerei la possibilità di esercizio del diritto di opzione, in concorso con l'azionista, che invece vedrei dispiegarsi in tutta la sua ampiezza là dove o l'azionista non provvede all'immediato e contestuale reintegro a sue spese o là dove abbia a trattarsi di un aumento di capitale, in senso proprio e cioè per la parte che supera il precedente livello del capitale, prima esistente.

Resta alla fine a vedersi il caso di un reintegro totale o parziale del capitale sociale perso, mediante, la rivalutazione dei cespiti *ex art. 2425*, ultimo comma, c.c. Chi scrive opina che l'azionista non possa utilizzare la rivalutazione a proprio esclusivo vantaggio, trattandosi di beni che hanno scontato il prezzo di emissione delle obbligazioni convertibili e rientrano nel contenuto patrimoniale del diritto della conversione. È sufficiente osservare che la rivalutazione monetaria dei cespiti là dove attuata in applicazione delle periodiche leggi fiscali, quale la legge c.d. Visentini/*bis*, mette capo ad una speciale riserva, che appartiene all'obbligazionista convertibile non meno che all'azionista e che, ove successivamente imputata a capitale, trae seco la modifica del rapporto di cambio a favore dell'obbligazionista convertibile per la ipotesi di aumento gratuito, di cui alla prima parte dell'*art. 2420 bis*, 6° comma, c.c.

Il reintegro della perdita, ove l'azionista intenda conservare la sua partecipazione azionaria, dovrà essere contestuale ed avvenire a pagamento ed in misura adeguata all'aumento deliberato al servizio della conversione. Una eventuale reintegrazione mediante rivalutazione dei cespiti *ex art. 2425* ultimo comma, c.c., dovrà essere trattato come aumento gratuito e di proporzionale competenza degli azionisti e degli obbligazionisti convertibili e perciò devoluto ad entrambe le categorie.

SOCIETÀ

*Lo scritto è stato richiamato da:*

ROSSELLA CAVALLO BORGIA, *Azioni ed obbligazioni di società*, Padova, 1988, pp. 464 e 469; J. GARCIA DE ENTIERRA, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, Milano, 1989, pp. 138, 140, nota 86 diffusamente.