



Università  
Ca' Foscari  
Venezia

Corso di Laurea Magistrale in  
Amministrazione, finanza e controllo

Ordinamento  
ex D.M. 270/2004

Tesi di Laurea

# Le obbligazioni convertibili in azioni

**Relatore**

Ch. Prof. Lorenzo De Angelis

**Correlatrice**

Ch. Prof.ssa Alessandra Zanardo

**Laureanda**

Anna Dal Pos

Matricola 849007

**Anno Accademico**

2017 / 2018

# INDICE

## CAPITOLO I

### *INQUADRAMENTO*

1.1. Le obbligazioni .....	3
1.2. Limiti all'emissione delle obbligazioni .....	9
1.3. Deroghe al limite quantitativo all'emissione delle obbligazioni .....	12
1.4. L'organizzazione degli obbligazionisti: assemblea e rappresentante comune .....	14

## CAPITOLO II

### *LE OBBLIGAZIONI CONVERTIBILI*

2.1. L'origine dei titoli convertibili .....	17
2.2. Nozione e funzioni delle obbligazioni convertibili .....	18
2.3. Natura giuridica e caratteristiche .....	21
2.4. Delibera di emissione .....	24
2.5. Procedimento di conversione .....	32
2.6. Tutela degli interessi degli obbligazionisti .....	34

**CAPITOLO III**  
***VICENDE DELLA SOCIETA'***  
***IN PRESENZA DI OBBLIGAZIONI CONVERTIBILI***

3.1. Generalità .....	37
3.2. Aumento del capitale sociale a pagamento .....	42
3.3. Aumento gratuito del capitale sociale .....	47
3.4. Riduzione del capitale sociale per perdite .....	52
3.5. Riduzione volontaria del capitale e modificazione delle disposizioni dello statuto .....	56
3.6. Fusione .....	59
3.7. Scissione .....	65
3.8. Altre vicende societarie .....	69

**CAPITOLO IV**  
***ESEMPI CASI SOCIETARI***

4.1. Emissione di obbligazioni convertibili .....	74
4.2. Emissione di obbligazioni convertibili ed indicizzate .....	76
4.3. Verbale di aumento gratuito del capitale sociale .....	78
4.4. Verbale di riduzione volontaria del capitale sociale .....	86

<b>BIBLIOGRAFIA .....</b>	<b>90</b>
---------------------------	-----------

# CAPITOLO I

## *INQUADRAMENTO*

### **1.1. Le Obbligazioni**

La dottrina aziendalistica individua due fonti di finanziamento per la società: una interna, il capitale proprio, ed una esterna, il capitale di terzi. Sono due forme diverse, non solo per la provenienza, ma anche per i fini e le modalità con cui vengono apportate<sup>1</sup>.

Il capitale proprio è il finanziamento più semplice, celere ed economico, ai cui finanziatori non è necessario pagare interessi con cadenza prestabilita. La sua consistenza è data dal valore complessivo di tutti gli apporti effettuati dai soci in fase di costituzione e successivamente, quindi la sua entità è soggetta a variazioni durante la vita della società. In corrispondenza del capitale conferito al socio viene attribuito un diritto patrimoniale corrispondente al dividendo, dunque una retribuzione variabile collegata al successo economico della gestione.

Il capitale di terzi generalmente attribuisce al soggetto creditore una remunerazione sicura, a scadenze predeterminate, secondo il tasso di interesse accordato. Inoltre, alla scadenza del prestito, viene garantito il rimborso dello stesso, sicurezza che manca al conferente di capitale proprio, il quale viene rimborsato in maniera subordinata rispetto agli altri creditori per l'entità del capitale netto che rimarrà<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup> CAVALLO BORGIA, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, Milano, 1978, pagg. 6 ss.

<sup>2</sup> Vedi Art. 2467 co. 1, c.c.

La scelta su quale forma di finanziamento prediligere dipende da vari fattori, quali il periodo storico, il mercato di riferimento, le esigenze mutevoli della strategia aziendale. In questo contesto, come vedremo nel prosieguo, le obbligazioni convertibili possono avvantaggiare la società, poiché permette alla stessa di raccogliere mezzi di finanziamento inizialmente a titolo di debito e successivamente se viene esercitata la conversione a titolo di capitale proprio<sup>3</sup>. Più precisamente, la società può decidere di emettere questi titoli in periodi particolari della sua vita in cui ha bisogno di nuovi finanziamenti, poiché permettono di passare per gradi successivi da un vincolo da capitale di credito ad un vincolo da capitale di rischio<sup>4</sup>.

Oggi, a differenza del passato in cui dominava il sistema capitalistico, in quasi tutti i casi il capitale di rischio viene superato dal ricorso a varie forme di indebitamento, tra cui, per l'appunto, l'emissione di prestiti obbligazionari, anche nella modalità del prestito obbligazionario convertibile<sup>5</sup>.

Non tutte le società però sono autorizzate ad emettere obbligazioni<sup>6</sup>. Originariamente, il Codice civile concedeva tale facoltà solo alle società per azioni e alle società in accomandita per azioni (in virtù del rinvio di cui all'art. 2464 c.c.), mentre la negava espressamente alle società a responsabilità limitata (così l'art. 2486, co. 3, c.c., nel testo anteriore alla riforma del 2003). A seguito della riforma del diritto societario del 2003, oggi la preclusione vale solo per le società di persone, perché per le società per azioni (agli art. 2410 - 2420-ter c.c.), le società a responsabilità limitata (all'art. 2483 c.c.) e le società cooperative (all'art. 2526 c.c.) viene riconosciuta la facoltà di emettere titoli di debito.

---

<sup>3</sup> GALGANO, *Trattato di diritto civile*, Volume IV, Padova, 2010, pag. 538.

<sup>4</sup> ONIDA, *Economia d'azienda*, Torino, 1965, pag. 416.

<sup>5</sup> CAVALLO BORGIA, *op. cit.*, pag. 8.

<sup>6</sup> FERRUCCI-FERRENTINO, *Le società di capitali, le società cooperative e le mutue assicuratrici*, Milano, 2005, pag. 781.

In mancanza di una definizione espressa del concetto di “obbligazione” agli art. 2410-2420-*ter* c.c., la dottrina ha colmato tale lacuna formulandone una apposita sulla base delle peculiarità che caratterizzano questo mezzo di finanziamento; le obbligazioni sono titoli di credito di massa, nominativi o al portatore, che rappresentano frazioni di pari valore nominale di un’operazione di finanziamento, a titolo di prestito, alla società<sup>7</sup>. Le obbligazioni, se non sono incorporate in titoli di credito, sono dematerializzate, ed anzi alcuni casi lo prevedono necessariamente<sup>8</sup>.

Lo schema essenziale prevede che il soggetto, che sottoscrive un’obbligazione, versi una determinata quantità di danaro alla società, a titolo di prestito. In cambio riceve un documento che attesta i rispettivi diritti alla restituzione del capitale prestato, o di una somma maggiore, al termine del prestito e alla riscossione degli interessi, mediante l’esibizione e la consegna di cedole allegate al documento, alle scadenze intermedie<sup>9</sup>.

Tasso di interesse, termine finale e scadenze intermedie vengono pattuite tra le parti e riportate nel contratto sottostante all’emissione, il cosiddetto Regolamento del prestito obbligazionario. Per quanto non specificato nel Regolamento, le linee generali di riferimento per questi titoli che documentano un credito sono quelle dettate dalla disciplina legale del mutuo<sup>10</sup>.

Inoltre, essendo le obbligazioni definite come titoli di credito, ad esse si applica la disciplina degli artt. 1992, 1993 e 1994 c.c., riguardanti l’adempimento della prestazione, le eccezioni opponibili e l’autonomia del diritto in sede di circolazione<sup>11</sup>.

---

<sup>7</sup> GALGANO, *op. cit.*, pag. 537.

<sup>8</sup> PRESTI-RESCIGNO, *Corso di diritto commerciale*, Bologna, 2013, pag. 107; FERRUCCI-FERRENTINO, *op. cit.*, pag. 782.

<sup>9</sup> GALGANO, *op. cit.*, pag. 537.

<sup>10</sup> FERRUCCI-FERRENTINO, *op. cit.*, pag. 782.

<sup>11</sup> *Ibidem*, pag. 784.

Tuttavia, le obbligazioni non presentano tutti i caratteri propri dei titoli di credito: l'autonomia, la letteralità e l'astrattezza.

“Autonomia” significa che il titolo può circolare con sicurezza e libertà senza atto di cessione e che il credito incorporato vantato dal portatore legittimo è indipendente rispetto chi glielo ha trasferito. Questa caratteristica vale anche per le obbligazioni convertibili, in quanto ogni obbligazionista vanta verso la società un diritto autonomo rispetto tutti gli altri obbligazionisti.

Relativamente alla “letteralità”, solo quanto riportato letteralmente nel titolo individua le caratteristiche del diritto incorporato<sup>12</sup>. Nelle obbligazioni convertibili la letteralità risulta affievolita e incompleta, in quanto la lettera del titolo rimane decisiva per contenuto, limiti e modalità del diritto incorporato, ma vengono richiamate anche tutte le ulteriori condizioni stabilite nella delibera di emissione, anche se non sono espressamente indicate nel certificato obbligazionario (si realizza così il fenomeno della *relatio formale*)<sup>13</sup>.

Infine l’“astrattezza” indica che il titolo non fa riferimento alla causa per la quale è stato emesso. Questa caratteristica è attenuata, in quanto le obbligazioni societarie hanno una loro causa tipica e costante, il mutuo. Tuttavia alla base di questo legame può esservi, non solo il mutuo, ma una varietà di rapporti<sup>14</sup>.

Infine, le obbligazioni, oltre ad essere titoli di credito, sono titoli di massa che vengono emessi con una deliberazione di uno specifico organo societario. Ogni obbligazione del medesimo prestito ha lo stesso valore nominale, è soggetta allo stesso tasso di interesse e quindi condivide lo stesso piano di ammortamento. Nonostante alcune di esse possano avere delle garanzie, gli interessi da

---

<sup>12</sup> BARBERO, *Il sistema del diritto privato*, Torino, 1993, pag. 886; inoltre vedi Art. 1993 c.c., in forza del quale solo quanto riportato letteralmente nel titolo può essere opposto al portatore.

<sup>13</sup> DI SABATO, *Manuale delle società*, Milano, 2011, pag. 241.

<sup>14</sup> FERRUCCI-FERRENTINO, *op. cit.*, pagg. 784 s.

garantire per tutti gli obbligazionisti sono i medesimi ed è per questo che i portatori di questi titoli organizzano insieme la loro assemblea speciale<sup>15</sup>.

Tipica delle obbligazioni è la varietà della loro possibile articolazione concreta. Qui di seguito si descrivono brevemente le altre tipologie di obbligazioni (oltre a quelle convertibili, che sono oggetto dell'analisi di questo lavoro).

Esistono le obbligazioni a premio, ai cui possessori, sorteggiati periodicamente in modo aleatorio, vengono attribuite utilità maggiori rispetto tutti gli altri. Esse prevedono, oltre alla remunerazione periodica e alla restituzione del prestito alla scadenza, dei *bonus* ulteriori in denaro o in natura.

Un'altra tipologia di obbligazioni che può permettere un rendimento maggiore rispetto a quello delle ordinarie è quella delle obbligazioni partecipative. In questo caso l'obbligazionista non viene retribuito con un compenso fisso determinato dal tasso di interesse concordato, ma in misura proporzionale ai risultati economici conseguiti dalla società. Di conseguenza la redditività non è predeterminata, ma parzialmente o totalmente variabile sulla base degli utili conseguiti dalla società che ha emesso il prestito. Questa tipologia di obbligazioni ha trovato accoglimento nel codice civile dopo la riforma societaria avvenuta nel 2003. Infatti ad esempio l'art. 2411 co. 2, c.c. che fa riferimento ai tempi e all'entità della remunerazione, afferma che questi parametri possono dipendere dall'andamento economico societario.

Tuttavia, possono dipendere da parametri anche le cosiddette obbligazioni indicizzate. L'obbligazionista che detiene questi titoli non conosce il valore degli interessi a cui ha diritto, poiché varieranno in riferimento ad alcuni indici, interni o esterni alla società. Lo scopo delle obbligazioni indicizzate è quello di ridurre il rischio della svalutazione monetaria oppure quello delle variazioni del tasso di interesse di mercato. Ad esempio se viene emessa "un'obbligazione

---

<sup>15</sup> *Ibidem*, pagg. 783 s.

*indicizzata negli interessi*”, il tasso di interesse del prestito viene ancorato ad indici che esprimono l’andamento di mercato. In questo modo con il passare del tempo si mantiene inalterato il rapporto di convenienza tra le parti coinvolte. Se invece viene emessa *“un’obbligazione indicizzata nel capitale”* per esempio ad un valore nominale di € 1.000,00, alla scadenza del prestito non verrà rimborsata la stessa cifra, ma quella che risulterà in relazione all’andamento che nel frattempo ha avuto un determinato indice (es. svalutazione monetaria o costo della vita); in questo modo il valore reale rimborsato non diverge da quello prestato.

Allo stesso scopo di evitare rischi di svalutazione monetaria una società può emettere obbligazioni non in valuta nazionale, ma in altra valuta. Una società anche se costituita e operante in Italia è autorizzata ad emettere obbligazioni in una valuta estera più forte e stabile di quella nazionale per tutelare i propri creditori e rendersi quindi più appetibile sul mercato.

Altre tipologie di obbligazioni sono quelle subordinate e quelle irredimibili, molto simili alle azioni e utilizzate prevalentemente dalle banche.

Le obbligazioni subordinate, disciplinate dall’art. 2411, co. 1, c.c. prevedono che *“il diritto degli obbligazionisti alla restituzione del capitale ed agli interessi può essere, in tutto o in parte, subordinato alla soddisfazione dei diritti di altri creditori della società”*. Quindi in caso di insolvenza o illiquidità della società, se generalmente gli obbligazionisti sono considerati al pari degli altri creditori, per quelli di questa categoria il rimborso del capitale avrà luogo solo dopo che gli altri creditori siano stati soddisfatti. Anche la remunerazione periodica degli interessi può essere subordinata al soddisfacimento delle altre categorie di creditori.

Per le obbligazioni irredimibili il rimborso del capitale avviene solo in sede di liquidazione della società, per questo si usa dire che queste obbligazioni hanno

una durata pari alla vita della società che le ha emesse ed hanno un legame stretto con i risultati della gestione.

L'ultima categoria è quella delle obbligazioni *cum warrant*, che equivale a dire che hanno un "diritto di opzione sulle azioni". Il possessore di questa tipologia di obbligazioni può sottoscrivere azioni di nuova emissione o acquistare quelle già in circolazione, esercitando il "*warrant*" e mantenendo inalterata la sua posizione di creditore per le obbligazioni detenute. In tal caso lo stesso soggetto è contemporaneamente obbligazionista e azionista<sup>16</sup>.

Infine, a norma dell'art. 2410 c.c., la competenza dell'emissione di obbligazioni è propria degli amministratori, salvo diversa disposizione della legge o dello statuto. Al secondo comma dello stesso articolo si aggiunge che la deliberazione deve essere verbalizzata da un notaio e depositata per l'iscrizione nel registro delle imprese secondo quanto stabilito dall'art. 2436 c.c.

Non sempre è stato così: il previgente art. 2365 c.c. attribuiva questa competenza all'assemblea straordinaria, la quale è rimasta oggi responsabile solo per l'emissione delle obbligazioni convertibili e nel caso in cui non si deleghi l'operazione agli amministratori<sup>17</sup>.

## **1.2. Limiti all'emissione delle obbligazioni**

L'art. 2412 c.c. stabilisce il limite quantitativo all'emissione di obbligazioni: "*la società può emettere obbligazioni al portatore o nominative per somma*

---

<sup>16</sup> PRESTI-RESCIGNO, *op. cit.*, pagg. 107 s.; FERRUCCI-FERRENTINO, *op. cit.*, pagg. 788 ss.; CALVOSA, *Obbligazioni convertibili in azioni*, in *Società di capitali, Commentario* a cura di Niccolini-Stagno d'Alcontres, Napoli, 2004, pag. 968.

<sup>17</sup> FERRARA-CORSI, *Gli imprenditori e le società*, Milano, 2009, pag. 502; PISANI, *Le obbligazioni*, in *Il nuovo diritto delle società, Liber amicorum Campobasso*, diretto da Abbadessa-Portale, Torino, 2006, pag. 770.

*complessivamente non eccedente il doppio del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato. I sindaci attestano il rispetto del suddetto limite."*

Questa norma è stata introdotta dal d.lgs 17 gennaio 2003, n. 6 ed ha sostituito l'art. 2410 c.c., a norma del quale le obbligazioni potevano essere emesse *"per una somma non eccedente il capitale versato ed esistente secondo l'ultimo bilancio approvato"*. La nuova formulazione dunque ha ampliato il limite, fissandone uno molto superiore rispetto quello precedente.

Secondo la dottrina, nonostante questa variazione, la norma svolge lo stesso la sua funzione, ovvero quella di garantire il soddisfacimento degli obbligazionisti: la società per emettere delle obbligazioni deve dimostrare di possedere una consistenza patrimoniale tale da riuscire sempre a soddisfare i crediti vantati dagli obbligazionisti. Inoltre, con tale limite si evitano squilibri finanziari tra l'ammontare del capitale proprio e quello del capitale di prestito, senza incorrere in abusi e situazioni troppo rischiose per gli obbligazionisti che intendono investire nella società<sup>18</sup>.

Analizzando l'art. 2412 c.c., si comprende che per stabilire quante obbligazioni possa emettere la società, essa deve osservare l'ammontare complessivo di alcune voci del netto patrimoniale: il capitale sociale, la riserva legale e le riserve disponibili. Questi elementi risultano dall'ultimo bilancio approvato, che quindi può essere l'ultimo bilancio di esercizio, ma anche un bilancio infrannuale o straordinario. Questi ultimi possono essere presi come riferimento, per esempio, durante il primo esercizio (poiché manca ancora un bilancio di fine esercizio) oppure in seguito ad un aumento gratuito o a pagamento del capitale di cui si voglia tener conto per l'emissione delle obbligazioni.<sup>19</sup>

---

<sup>18</sup> FERRUCCI-FERRENTINO, *op. cit.*, pagg. 798 s.

<sup>19</sup> *Ibidem*, pag. 801.

Nell'arco di tempo che intercorre tra l'approvazione dell'ultimo bilancio e la decisione di deliberare nuove obbligazioni, quindi, non sorge nessun problema se il patrimonio netto aumenta e non si vuole tenere in considerazione tale variazione nella determinazione del limite all'emissione. Invece, se la società subisce delle perdite (c.d. "perdite di periodo"), di cui l'organo amministrativo è a conoscenza, che diminuiscono il valore delle riserve e del capitale, diventa più complessa la determinazione del limite: la dottrina si divide tra chi ritiene necessario procedere all'approvazione di un nuovo bilancio e chi trascura le perdite di periodo e considera l'ultimo bilancio approvato<sup>20</sup>.

Parte della dottrina ha ritenuto l'irrilevanza di tali perdite, dato che l'art. 2412 c.c. fa riferimento solo all'ultimo bilancio approvato ed è tale documento contabile che è necessario prendere in considerazione per stabilire i limiti all'emissione delle obbligazioni.

Altra parte della dottrina, invece, ritiene che, sulla base delle finalità di garanzia o di equilibrio nell'articolazione del rischio d'impresa perseguite dalla norma, occorra tener conto della situazione patrimoniale della società effettivamente esistente al momento dell'emissione delle obbligazioni: per cui, qualora vi sia la consapevolezza di perdite *medio tempore*, occorre approvare un nuovo bilancio, come tale straordinario.

Appare, invero, preferibile l'opinione di chi ritiene che la società non debba tener conto di quelle perdite che non risultano già dall'ultimo bilancio: la redazione di un bilancio infrannuale è, infatti, facoltativa. In caso di perdite, la redazione del bilancio diventa obbligatoria solo nel caso in cui esse superino il limite terzo del capitale (ai sensi degli artt. 2446 e 2447 c.c.).

---

<sup>20</sup> *Ibidem*, pagg. 802 s.

Viceversa, nel caso di perdite di ammontare inferiore al terzo del capitale, si può legittimamente non considerare la loro esistenza, poiché il legislatore fa riferimento solo al limite terzo e non ha disciplinato altri casi<sup>21</sup>.

Va infine precisato che, in seguito all'introduzione dell'art. 11 della l. 28 dicembre 2005, n. 262, sulla tutela del risparmio, è stato inserito un quarto comma all'art. 2412 c.c. che dispone quanto segue: *"Al computo del limite di cui al primo comma concorrono gli importi relativi a garanzie comunque prestate dalla società per le obbligazioni emesse da altre società, anche estere"*. Si comprende che per il calcolo del limite la società deve considerare anche il valore di capitale e riserve di altre società, anche estere, facenti parte del suo gruppo. Questa precisazione era stata già introdotta, in maniera più articolata, all'ultimo comma (art. 15 del d.lgs 28 dicembre 2004, n. 310), poi abrogato e sostituito con il suddetto, ma il fine era il medesimo, ovvero quello di evitare che una società possa eludere la legge emettendo obbligazioni all'estero da negoziare in Italia.

### **1.3. Deroche al limite quantitativo all'emissione delle obbligazioni**

L'art. 2412 c.c., rispetto al precedente art. 2365 c.c., oltre ad ampliare la misura di riferimento per stabilire il limite massimo quantitativo all'emissione delle obbligazioni, nei commi successivi al primo individua eccezioni che allargano ulteriormente tale limite.

La prima deroga è contenuta nel suo secondo comma nel caso in cui *"... le obbligazioni emesse in eccedenza sono destinate alla sottoscrizione da parte di investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale a norma delle leggi speciali"*.

---

<sup>21</sup> *Ibidem*, pag. 803.

Tale deroga si spiega con la particolare natura giuridica dei soggetti cui si fa riferimento: gli investitori professionali, per la loro riconosciuta professionalità, non abbisognano di una tutela così forte come quella prevista per i comuni risparmiatori e, quindi, si lascia loro la possibilità di superare il limite quantitativo di cui al primo comma<sup>22</sup>.

La seconda deroga è contenuta al terzo comma del suddetto articolo: “... *l’emissione di obbligazioni garantite da ipoteca di primo grado su immobili di proprietà della società, sino a due terzi del valore degli immobili medesimi*”. Con questa deroga si permette alla società di emettere obbligazioni al di sopra del limite quantitativo fissato al primo comma, se la stessa ha un patrimonio costituito prevalentemente da beni immobili che possono fungere da garanzia per i sottoscrittori. In questa ipotesi l’ipoteca dovrà essere necessariamente di primo grado e garantire l’ammontare complessivo del prestito e non solo l’eccedenza del limite<sup>23</sup>.

La terza deroga è prevista al quinto comma: “... *all’emissione di obbligazioni effettuata da società con azioni quotate in mercati regolamentati, limitatamente alle obbligazioni destinate ad essere quotate negli stessi o in altri mercati regolamentati*”. Secondo la norma se le obbligazioni sono emesse da una società quotata e sono destinate alla quotazione vige l’assenza di limiti. Quindi anche per l’emissione delle obbligazioni convertibili non ci sono limiti quantitativi da rispettare. Questa deroga è concessa in virtù dello scrupoloso sistema di controllo e tutela che vige nel mercato a cui saranno soggetti i titoli obbligazionari, per il quale il legislatore non ha ritenuto necessario introdurre ulteriori protezioni.

Un’altra deroga è contenuta al sesto comma: “*Quando ricorrono particolari ragioni che interessano l’economia nazionale, la società può essere autorizzata con provvedimento dell’autorità governativa, ad emettere obbligazioni per somma superiore*

---

<sup>22</sup> *Ibidem*, pagg. 804 s.; GALGANO, *op. cit.*, pag. 537.

<sup>23</sup> FERRUCCI-FERRENTINO, *op. cit.*, pagg. 805 s.; GALGANO, *op. cit.*, pag. 537.

*a quanto previsto nel presente articolo, con l'osservanza dei limiti, delle modalità e delle cautele stabilite nel provvedimento stesso".*

All'ultimo comma viene precisato che l'intera disposizione dell'art. 2412 c.c. non riguarda particolari categorie di società e riserve di attività soggette a leggi speciali, quali ad esempio le obbligazioni emesse da banche che sono vigilate dalla Banca d'Italia<sup>24</sup>.

#### **1.4. L'organizzazione degli obbligazionisti: assemblea e rappresentante comune**

Gli obbligazionisti sono organizzati in gruppo per salvaguardare collettivamente la loro posizione nei confronti della società emittente.

La struttura organizzata è composta da due organi di tutela: un organo decisionale, l'assemblea (artt. 2415 - 2416 c.c.), ed un organo esecutivo e di rappresentanza esterna, il rappresentante comune (artt. 2417 - 2418 c.c.)<sup>25</sup>.

L'assemblea è autorizzata ad eseguire una serie di attività che troviamo elencate all'art. 2415, co. 1, c.c.; essa decide:

- "1) sulla nomina e sulla revoca del rappresentante comune;*
- 2) sulle modificazioni delle condizioni del prestito;*
- 3) sulla proposta di amministrazione controllata e di concordato;*
- 4) sulla costituzione di un fondo per le spese necessarie alla tutela dei comuni interessi e sul rendiconto relativo;*
- 5) sugli altri oggetti d'interesse comune degli obbligazionisti".*

---

<sup>24</sup> PRESTI-RESCIGNO, *op. cit.*, pag. 109.

<sup>25</sup> GALGANO, *op. cit.*, pag. 541; RUOTOLO, *Questioni notarili. Prestito obbligazionario: modificabilità e rinuncia al diritto di conversione e al prestito*, in *Quotidiano giuridico* del 28/09/2016 pag. 13.

La legge inoltre stabilisce che amministratori, rappresentante comune o obbligazionisti rappresentanti almeno un ventesimo dei titoli emessi e non estinti possono richiedere la convocazione dell'assemblea speciale. Le norme applicabili a questa assemblea sono le stesse che disciplinano l'assemblea straordinaria dei soci e, quindi, il verbale deve essere necessariamente redatto da un notaio, deve essere iscritto nel Registro delle imprese e trascritto nel libro delle adunanze e delibere societarie, tenuto a cura del rappresentante comune (art. 2421, co. 1, n. 7 e co. 2).

I soggetti autorizzati ad intervenire in assemblea sono i titolari di obbligazioni convertibili, eventualmente anche a mezzo di un rappresentante, e possono assistere gli amministratori e i sindaci della società emittente i titoli<sup>26</sup>. La società non può partecipare alle deliberazioni per le obbligazioni da essa eventualmente possedute<sup>27</sup>, al fine di evitare situazioni di conflitto di interessi. Altresì, è consentita ad un obbligazionista che sia anche socio o creditore ad altro titolo la partecipazione alla deliberazione che può comportare una modifica delle condizioni del prestito a vantaggio della società emittente o, rispettivamente, di altri creditori<sup>28</sup>.

La funzione di questo organo è quella di garantire il corretto svolgimento del rapporto tra la società e gli obbligazionisti, assicurando che la prima adempia a tutti gli obblighi assunti nei confronti dei secondi. Tuttavia, nell'ambito delle sue funzioni l'assemblea può agire nel rispetto di due limiti: quello di osservare precipuamente gli interessi comuni e quello di assicurare una parità di trattamento per gli obbligazionisti<sup>29</sup>. Per questo motivo l'assemblea non preclude che il singolo obbligazionista possa agire con azioni individuali,

---

<sup>26</sup> Vedi Art. 2415, co. 5, c.c.

<sup>27</sup> Vedi Art. 2415, co. 4, c.c.

<sup>28</sup> CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, in *Tratt. delle società per azioni* diretto da Colombo e Portale, 5, Torino, pag. 501.

<sup>29</sup> FERRUCCI-FERRENTINO, *op. cit.*, pag. 828.

intraprese per sé o per situazioni comuni ad un gruppo di loro, per temi non presenti in delibere già emesse o nel caso in cui l'attività dell'assemblea sia inerte<sup>30</sup>.

Anche l'art. 2416 c.c. si occupa di questo organo: nello specifico regola l'eventuale possibilità di impugnazione delle delibere assembleari.

Invece, il rappresentante comune a norma dell'art. 2418 "... *deve provvedere all'esecuzione delle deliberazioni dell'assemblea degli obbligazionisti, tutelare gli interessi comuni di questi nei rapporti con la società e assistere alle operazioni di sorteggio delle obbligazioni. Egli ha diritto di assistere all'assemblea dei soci.*" Inoltre, ex art. 2418, co. 2, c.c., gli è attribuita anche la rappresentanza processuale degli obbligazionisti durante le procedure concorsuali.

Il rappresentante può essere scelto tra gli obbligazionisti oppure essere un soggetto esterno, sia persona fisica che giuridica; nel primo caso la nomina è conferita dall'assemblea, nel secondo caso da un decreto del tribunale, in forza di un'apposita domanda degli obbligazionisti o degli amministratori. Fondamentale è l'indipendenza che egli deve avere rispetto alla società; per questo motivo non può essere nominato un amministratore, un sindaco, un dipendente della società debitrice o qualsiasi altro soggetto ineleggibile secondo quanto stabilito dalle disposizioni che regolano queste cariche.

Una volta ricevuta la nomina, il rappresentante deve richiederne l'iscrizione nel Registro delle imprese. La sua carica dura al massimo per tre esercizi e può essere rinnovata; il compenso spettantegli è stabilito dall'assemblea<sup>31</sup>.

---

<sup>30</sup> PRESTI-RESCIGNO, *op. cit.*, pag. 110; GALGANO, *op. cit.*, pag. 542.

<sup>31</sup> FERRARA-CORSI, *op. cit.*, pagg. 506 s.

## CAPITOLO II

# *LE OBBLIGAZIONI CONVERTIBILI*

### **2.1. L'origine dei titoli convertibili**

I titoli convertibili si caratterizzano per il diritto che incorporano: quello di poter essere convertiti in altri titoli con caratteristiche diverse. Solitamente la conversione avviene da un titolo che permette una remunerazione certa, ad un altro dal rendimento aleatorio, in alcuni casi speculativo<sup>32</sup>.

In particolare, si ritiene che le obbligazioni convertibili costituiscono una sinergia di interessi: dell'obbligazionista, da un lato, dal momento che questi ha la facoltà di migliorare la propria posizione all'interno dell'assetto societario a mezzo della conversione in azionista, e della società, dall'altro, la quale acquisisce capitale per effetto della conversione.

Il primo ricorso a questi titoli risale al diciassettesimo secolo in Inghilterra, ove si è avuta una vasta e rapida diffusione che ha coinvolto in seguito anche altri Stati<sup>33</sup>. Inizialmente la conversione riguardava varie tipologie di titoli, sia obbligazioni che azioni. Per esempio, venivano convertite obbligazioni a breve termine con obbligazioni a lungo termine, azioni privilegiate con azioni ordinarie e infine potevano essere trasformate obbligazioni in azioni privilegiate od ordinarie.

---

<sup>32</sup> DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, Milano, 1993, pag. 1.

<sup>33</sup> DOMENICHINI, *op. cit.*, pag. 2.

Il mercato americano con il passare del tempo privilegiò l'utilizzo di obbligazioni convertibili in azioni ordinarie e quello di azioni privilegiate convertibili in azioni ordinarie<sup>34</sup>.

In Europa continentale i titoli convertibili arrivarono molto tardi, all'incirca dopo la grande inflazione del primo dopoguerra, in particolare in Italia nel 1924–1929. A causa di tale ritardo, nel nostro territorio si diffuse esclusivamente l'utilizzo di obbligazioni convertibili in azioni ordinarie.

Di conseguenza le obbligazioni convertibili in azioni, oggetto di questo lavoro, rappresentano i titoli convertibili che hanno una maggiore utilizzazione internazionale anche per il loro carattere generale ed è per questo che sono considerate le più importanti<sup>35</sup>.

## **2.2. Nozione e funzioni delle obbligazioni convertibili**

La norma di riferimento per le obbligazioni convertibili è l'art. 2420-*bis* c.c., che fu introdotto nel codice civile italiano con la L. 7 giugno 1974, n. 216.

Prima di tale data, il codice civile del 1942 non conteneva nessuna disciplina per questi titoli convertibili. Tuttavia, nella prassi già era previsto un meccanismo che consentiva di mutare la posizione di obbligazionista con quella di azionista attraverso l'adozione del cosiddetto metodo indiretto<sup>36</sup>.

Questo metodo, pur non essendo tutt'ora disciplinato<sup>37</sup>, è considerato legittimo e prevede l'intervento di un intermediario bancario o di una finanziaria. La società intermediatrice emette delle obbligazioni e alla scadenza del prestito,

---

<sup>34</sup> *Ibidem*.

<sup>35</sup> *Ibidem*, pagg. 3 s.

<sup>36</sup> FERRARA-CORSI, *op. cit.*, pag. 507.

<sup>37</sup> PISANI, *Commento agli artt. 2410-2420-ter*, in *Commentario breve al codice civile* a cura di Cian-Trabucchi, Vicenza, 2016, pag. 2905.

anziché restituire la somma, dà la facoltà di ricevere un determinato numero di azioni di un'altra società che nel frattempo le ha sottoscritto un aumento di capitale a servizio del prestito<sup>38</sup>.

Con l'inserimento dell'art. 2420-bis c.c., il legislatore ha istituito il metodo diretto che non prevede necessariamente l'intervento di una finanziaria<sup>39</sup>. In linea generale ci si riferisce sempre a questo metodo, tuttavia lo stesso articolo vale anche per il metodo indiretto nei limiti della compatibilità<sup>40</sup>.

Il termine "obbligazione convertibile" deriva dal cosiddetto "*convertible bond*" statunitense che prevede la conversione delle obbligazioni in azioni all'interno della medesima società. Più precisamente, il titolare di obbligazioni convertibili ha diritto al rimborso del capitale prestato, alla corresponsione periodica degli interessi e - in aggiunta rispetto i titolari di obbligazioni ordinarie - in alternativa al rimborso, può scegliere di convertire le obbligazioni convertibili in azioni entro un determinato periodo di tempo<sup>41</sup>. Se opta per la conversione, l'importo che aveva versato a titolo di capitale di prestito subisce una "novazione" e diventa un conferimento a titolo di capitale di rischio. Le obbligazioni vengono scambiate con azioni attraverso un rapporto di cambio stabilito nella delibera di emissione del prestito obbligazionario e risultante nel titolo.

Il diritto di conversione è l'elemento caratterizzante le obbligazioni convertibili. Dal punto di vista strutturale i due fattori essenziali sono: il rapporto di cambio e il termine di conversione<sup>42</sup>.

---

<sup>38</sup> CALVOSA, *op. cit.*, pag. 967; CASELLA, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, Milano, 1983, pagg. 275 ss.; GALGANO, *op. cit.*, pagg. 547 s.

<sup>39</sup> FERRARA-CORSI, *op. cit.*, pag. 508.

<sup>40</sup> CALVOSA, *op. cit.*, pag. 967.

<sup>41</sup> DELUCCHI, commento all'ordinanza del Tribunale di Saluzzo del 24 febbraio 2001, in *Riv. Soc.*, 2001, n. 11, pag. 1379.

<sup>42</sup> DOMENICHINI, *op. cit.*, pag. 22.

Il rapporto di cambio (detto anche prezzo di conversione) viene fissato nel Regolamento e il suo valore può essere fisso, variabile o correlato a quello dell'azione nel momento in cui viene emesso il prestito. Nella maggior parte dei casi viene scelto un prezzo di conversione fisso<sup>43</sup>, però a volte può essere variabile e crescente con il decorso del tempo, comportando i seguenti effetti: da un lato attenua il carattere speculativo del titolo e dall'altro induce la rapida conversione delle obbligazioni (perché all'inizio con il prezzo di conversione basso risulta più vantaggiosa), con la conseguenza che la società riesce in poco tempo ad avvantaggiarsi dello scopo che l'aveva portata ad emettere il prestito obbligazionario, ovvero quello di aumentare il proprio capitale sociale<sup>44</sup>.

Il termine di conversione (detto anche periodo di conversione) corrisponde all'arco temporale concesso all'obbligazionista per valutare la convenienza della conversione. Per accrescere l'interesse dei potenziali investitori, normalmente viene scelto un lungo periodo, anche ininterrotto per tutta la durata del prestito. Un rapporto di cambio fissato a priori e un ampio arco temporale per valutare la convenienza alla conversione, sono le due caratteristiche sui cui poggiano altrettanti vantaggi delle obbligazioni convertibili<sup>45</sup>.

Innanzitutto vi è un vantaggio antinflazionistico, poiché gli obbligazionisti, nel caso in cui si prospetti una spinta inflazionistica, hanno la possibilità di trasformare le obbligazioni in azioni e quindi evitare una possibile svalutazione monetaria. Infatti, le azioni essendo per loro natura titoli di valore non risentono delle fluttuazioni del potere contrattuale della moneta; l'unico rischio che non coprono è quello d'impresa.

Inoltre, questi titoli permettono di conseguire un vantaggio speculativo, poiché gli obbligazionisti, nel caso in cui si verifichi una ripresa economica, hanno la

---

<sup>43</sup> *Ibidem*, pag. 23.

<sup>44</sup> *Ibidem*, pag. 24.

<sup>45</sup> FERRUCCI-FERRENTINO, *op. cit.*, pag. 837; DOMENICHINI, *op. cit.*, pagg. 9 s.

possibilità di guadagnare *capital gains* convertendo le obbligazioni che hanno un rapporto di cambio inferiore rispetto al prezzo delle azioni.

Di conseguenza anche la società ha convenienza ad emettere obbligazioni convertibili perché facendo leva su questi vantaggi, rende più appetibile il suo investimento ed incoraggia maggiormente i risparmiatori ad investire in essa. In questo modo, anche durante periodi economicamente bui e momenti particolari della vita aziendale, riesce a finanziarsi e ad aumentare il proprio capitale<sup>46</sup>.

Nel disciplinare quest'ambito, il legislatore ha dovuto prestare attenzione a tutte queste particolarità caratterizzanti il prestito obbligazionario convertibile. Riassumendo, i punti salienti della disciplina sono i seguenti: cercare di equilibrare la decisione di emettere obbligazioni convertibili con la sicurezza di mantenere in maniera integra il capitale sociale; impedire che il diritto alla convertibilità sia soggetto a scelte discrezionali di determinati organi della società emittente; permettere il compimento di attività straordinarie societarie senza intaccare il valore economico del diritto di conversione<sup>47</sup>.

### **2.3. Natura giuridica e caratteristiche**

L'operazione di emissione delle obbligazioni convertibili può essere scomposta in due contratti collegati: contratto di mutuo e patto di opzione<sup>48</sup>; il primo è il negozio tipico del prestito obbligazionario e il secondo è il diritto potestativo di conversione del rapporto con il quale l'obbligazionista, anziché ottenere il

---

<sup>46</sup> *Ibidem*, pag. 12; PICARDI, *op. cit.*, pag. 907.

<sup>47</sup> FERRUCCI-FERRENTINO, *op. cit.*, pag. 839; CAVALLO BORGIA, *op. cit.*, pag. 238.

<sup>48</sup> CALVOSA, *op. cit.*, pag. 967; GALGANO, *op. cit.*, pag. 544; PICARDI, *op. cit.*, pagg. 916 s.

rimborso della somma prestata, opta per l'acquisizione di una partecipazione sociale.

Perché si crei una situazione giuridica di collegamento ci deve essere innanzitutto una pluralità di contratti con cause autonome e distinte e successivamente la volontà delle parti a ritenerli tra di loro dipendenti. Lo scopo del collegamento è quello di perseguire un fine che i distinti negozi giuridici singolarmente non riuscirebbero a raggiungere<sup>49</sup>. La funzione ulteriore, come visto precedentemente, dal punto di vista dell'obbligazionista è quella di avere un investimento sicuro con la possibilità eventualmente di migliorarlo e dal punto di vista della società è quella di agevolarsi il reperimento di mezzi di finanziamento con l'aspettativa di trasformare capitale di credito in capitale proprio<sup>50</sup>.

Con particolare riguardo al secondo contratto citato, il patto di conversione viene considerato diritto di opzione come conseguenza di quanto stabilito all'art. 2420-bis, secondo comma: *"Contestualmente la società deve deliberare l'aumento del capitale sociale per un ammontare corrispondente alle azioni da attribuire in conversione"*. Con tale disposto viene imposto alla società che emette obbligazioni convertibili di deliberare un aumento del capitale nella misura suddetta a servizio della conversione. Dato che la proposta di conversione è irrevocabile e la società si impegna in ogni caso ad aumentare il proprio capitale, è solo facoltà dell'obbligazionista scegliere di convertire o meno le obbligazioni in azioni (la società è in una posizione di soggezione a quello che deciderà l'obbligazionista)<sup>51</sup>.

Nel caso in cui l'obbligazionista opti per la conversione, questa volontà, sempre con riguardo alla natura giuridica, viene vista diversamente dalla dottrina.

---

<sup>49</sup> CAVALLO BORGIA, *op. cit.*, pagg. 236 ss.

<sup>50</sup> *Ibidem*, pag. 239.

<sup>51</sup> FERRUCCI-FERRENTINO, *op. cit.*, pag. 839; CAMPOBASSO, *op. cit.*, pag. 444; CALVOSA, *op. cit.*, pag. 967.

Una parte<sup>52</sup> ritiene che ci sia una compensazione tra debito della società e credito dell'obbligazionista, determinata dalla differenza che si crea tra le obbligazioni che diventano esigibili e la necessità di effettuare contestualmente il conferimento per sottoscrivere le azioni. L'altra parte<sup>53</sup>, invece, ritiene che la volontà di convertire i titoli comporti una novazione del rapporto giuridico esistente tra il sottoscrittore e la società, passando da mutuo a partecipazione azionaria. Quindi avvengono in maniera sequenziale un'estinzione e una costituzione di rapporti giuridici: da prestito versato a partecipazione societaria. Una volta illustrate le peculiarità tipiche delle obbligazioni convertibili in azioni è più agevole notare punti di comunanza con altri tipi di obbligazione<sup>54</sup>.

La prima categoria considerata è quella delle obbligazioni partecipative. Come già visto nel primo capitolo il rendimento di questi titoli non è fisso ma sensibile ai risultati economici conseguiti dalla società, quindi dipende, oltre che dalla misura dell'interesse, anche dal dividendo azionario. All'obbligazionista viene attribuita una partecipazione agli utili o la percezione di interessi eventuali sin dall'origine o in un periodo successivo. Questa caratteristica di variabilità di reddito sembra assolvere le stesse funzioni delle obbligazioni convertibili, ma ciò che contraddistingue quest'ultime è il diritto di conversione: solo con l'esercizio di questa opzione si crea un'effettiva partecipazione societaria e un diritto irreversibile ai futuri dividendi.

La seconda categoria riguarda le obbligazioni indicizzate, il cui rendimento dipende, come già visto, da particolari indici, che possono essere vincolati o meno a parametri correlati alla società o che riflettono il potere di acquisto della moneta. Di conseguenza questa tipologia, rispetto le obbligazioni convertibili, è meno esposta all'inflazione monetaria perché segue l'andamento economico

---

<sup>52</sup> CAVALLO BORGIA, *op. cit.*, pagg. 268 s.; MINERVINI, *Società, associazioni, gruppi organizzati*, Napoli, 1973, pag. 324.

<sup>53</sup> CAMPOBASSO, *op. cit.*, pag. 445; PICARDI, *op. cit.*, pag. 917.

<sup>54</sup> CAVALLO BORGIA, *op. cit.*, pagg. 25 ss.

della società e quest'ultima molto spesso si può trovare nella condizione di dover pagare interessi maggiori rispetto quelli concordati originariamente. Per questi motivi sono contestate e la loro utilizzazione è scarsa.

Infine, le obbligazioni con diritto di opzione su azioni (con *warrant*) le quali prevedevano che l'obbligazionista possa sottoscrivere o acquistare azioni facendo un apporto a titolo di capitale di rischio, mantenendo inalterata la sua posizione di obbligazionista. La particolarità è quella delle due posizioni che egli assume: obbligazionista per le obbligazioni già in possesso e azionista per le azioni richieste. Quindi in questa tipologia il diritto di opzione si aggiunge al rapporto presente senza incidere su di esso, mentre nelle obbligazioni convertibili l'esercizio di conversione comporta la scelta dalla posizione di creditore a quella di socio, ruoli alternativi e contrapposti. Inoltre, con le prime la società si avvantaggia di un aumento di capitale, fermo restando tutte le altre posizioni creditorie/debitorie, invece con le seconde deve trasformare il prestito in apporto di capitale.

Queste tipologie sono simili alle obbligazioni convertibili però la loro utilizzazione è scarsa, in quanto si ritiene che solo le seconde riescono ad incorporare tutti i diversi vantaggi che le altre permettono di conseguire solo singolarmente.

## **2.4. Delibera di emissione**

Nel Libro V, Titolo V, Capo V, Sezione VII del codice civile si trovano tutte le norme riguardanti le obbligazioni emesse dalle società per azioni, alle quali fanno riferimento anche le obbligazioni convertibili in azioni. Di quest'ultime si

occupa nello specifico l'art. 2420-bis c.c., che integra ed in alcune parti sostituisce la disciplina generale.

Già al primo comma dell'art. 2420-bis c.c. si riscontra la prima differenza rispetto al generico art. 2410 c.c. per quanto riguarda i soggetti legittimati a deliberare l'emissione. Infatti la competenza non è attribuita agli amministratori, come avviene nella disciplina generale, ma all'assemblea straordinaria. Solo per l'emissione delle obbligazioni convertibili è rimasta in vigore la disciplina precedente alla riforma del 2003, la quale attribuiva all'organo assembleare tale potere, mentre agli amministratori per delega<sup>55</sup>. La competenza è rimasta in capo all'assemblea straordinaria in quanto l'operazione comporta un futuro aumento del capitale sociale<sup>56</sup>.

La possibilità di delegare l'emissione di obbligazioni convertibili agli amministratori, per una o più volte, è contenuta nell'art. 2420-ter c.c. (introdotto dal D.P.R. 10 febbraio 1986 n. 30).

Al primo comma viene precisato che questa via è percorribile in presenza di un'espressa previsione statutaria, oppure in seguito ad un'opportuna modifica dello statuto. La delega deve indicare l'ammontare massimo di emissione e ha una validità temporale di cinque anni dall'iscrizione della società o dalla data di iscrizione della deliberazione nel Registro delle imprese<sup>57</sup>. Inoltre deve contenere anche la delega per aumentare il capitale sociale del corrispettivo prestabilito<sup>58</sup>.

Al secondo comma del medesimo articolo la norma rinvia alla disposizione generale di cui all'art. 2410 c.c., la quale stabilisce che la delibera di emissione deve essere effettuata con atto pubblico redatto da un notaio e successivamente,

---

<sup>55</sup> FERRUCCI-FERRENTINO, *op. cit.*, pag. 845 s.

<sup>56</sup> CAVALLO BORGIA, *Commento all'art. 2420-bis*, in *Commentario del codice civile Scialoja-Branca, Della società per azioni*, Bologna, 2005, pag. 209.

<sup>57</sup> GALGANO, *op. cit.*, pag. 545; PICARDI, *op. cit.*, pag. 914.

<sup>58</sup> CALVOSA, *op. cit.*, pag. 970.

verificati gli adempimenti formali, entro trenta giorni depositata per l'iscrizione nel Registro delle imprese (secondo quanto stabilito all'art. 2436 c.c.)<sup>59</sup>.

Sempre al primo comma dell'art. 2420-*bis* vengono indicati tre elementi fondamentali che devono essere contenuti nella delibera di emissione: il rapporto di cambio, il periodo e le modalità di conversione.

Il rapporto di cambio, che costituisce l'elemento essenziale della conversione, è un valore che determina il numero di azioni che possono ricevere i portatori delle obbligazioni convertibili nel caso in cui decidano di esercitare l'opzione. Solitamente viene espresso con un numero che indica quante obbligazioni occorrono per avere un'azione. Esso deve essere fissato al momento dell'emissione e rimane invariato per tutta la durata del prestito obbligazionario, in modo tale che la società non si trovi ad emettere azioni per un valore superiore al prezzo di emissione delle obbligazioni.

Il periodo e le modalità della conversione invece non sono considerati elementi essenziali della delibera di emissione, ma elementi naturali, poiché la loro indicazione non è fondamentale e possono essere stabiliti anche successivamente all'emissione. Nel caso in cui non venga stabilito nulla, la conversione viene detta "continua", perché si può effettuare in qualsiasi momento e fino alla scadenza del prestito. Normalmente però si predilige il caso in cui la delibera specifica anche questi due elementi, per esempio indicando la data, anteriore alla scadenza, entro cui è possibile richiedere la conversione e i periodi in cui si può effettuare la conversione<sup>60</sup>.

Secondo quanto stabilito all'ultimo comma dell'art. 2420-*bis* c.c., rapporto di cambio e modalità di conversione, oltre ad essere solitamente specificati nella

---

<sup>59</sup> *Ibidem*, pag. 971; FICO, *Commento all'art. 2420-bis*, in AA.VV., *Atti societari. Formulario commentato* a cura di Bonfante, De Angelis e Salafia, Milano, 2014, pag. 1118.

<sup>60</sup> FERRUCCI-FERRENTINO, *op. cit.*, pagg. 846 s.; PICARDI, *op. cit.*, pag. 916.

delibera, devono essere indicati sui titoli obbligazionari, in aggiunta agli elementi essenziali elencati all'art. 2414 c.c.:

*“I titoli obbligazionari devono indicare:*

- 1) *la denominazione, l'oggetto e la sede della società, 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;*
- 3) *la data della deliberazione di emissione e della sua iscrizione nel registro;*
- 4) *l'ammontare complessivo dell'emissione, 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, l'eventuale subordinazione dei diritti degli obbligazionisti a quelli di altri creditori della società;*
- 5) *le eventuali garanzie da cui sono assistiti;*
- 6) *la data di rimborso del prestito e gli estremi dell'eventuale prospetto informativo.”*

Affinché la società possa deliberare l'emissione delle obbligazioni convertibili, sempre al primo comma dell'art. 2420-bis, il legislatore fissa il presupposto fondamentale: *“la deliberazione non può essere adottata se il capitale sociale non sia stato interamente versato.”*. Si tratta della stessa condizione richiesta all'art. 2438, co. 1, c.c. nel caso di aumento del capitale. Al fine di salvaguardare l'integrità del capitale sociale, non basta che il capitale sia sottoscritto per l'intero, deve essere anche versato per intero e non solo parzialmente. Non sussistono problemi se è stato deliberato un aumento di capitale in pendenza del termine di sottoscrizione, perché l'intero versamento obbligatorio riguarda solo il capitale sottoscritto<sup>61</sup>. Di conseguenza si ritiene che in pendenza di un prestito obbligazionario convertibile e quindi in pendenza di un aumento di capitale a

---

<sup>61</sup> PISANI, *Commento agli artt. 2410-2420-ter*, in *Commentario breve al codice civile* a cura di Cian-Trabucchi, cit., pag. 2905.

servizio della conversione (che perciò non è stato ancora sottoscritto), sia consentito deliberare l'emissione di nuove obbligazioni convertibili<sup>62</sup>.

Questo presupposto non rappresenta una deroga a quanto previsto dall'art. 2412, co. 1, c.c., perché l'emissione delle obbligazioni convertibili deve in qualsiasi caso rispettare il limite quantitativo per garantire l'equilibrio finanziario e la distribuzione del rischio d'impresa (*"somma complessivamente non eccedente il doppio del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili"*) e in aggiunta è richiesto che il capitale sottoscritto sia stato interamente versato<sup>63</sup>. Questi limiti permettono al legislatore di perseguire contemporaneamente più garanzie, interne ed esterne alla società<sup>64</sup>. In particolare, come visto in precedenza, permettono di equilibrare la distribuzione del rischio d'impresa e garantiscono alla società di procurarsi le effettive risorse finanziarie di cui ha bisogno.

Sempre con lo scopo di salvaguardare l'integrità del capitale sociale, prima della riforma del 2003, l'articolo 2420-bis, co. 3, c.c. vietava esplicitamente l'emissione di obbligazioni "sotto la pari": il prezzo delle obbligazioni non può essere inferiore al loro valore nominale e lo stesso con riguardo alle azioni. Questa disposizione era incompleta perché sarebbe stato più agevole fissare un rapporto di cambio che sin dall'inizio imponesse al prezzo di emissione di non essere inferiore al valore nominale delle azioni offerte in conversione.

Esempio:

- Valore obbligazione convertibile: € 10
- Prezzo di emissione dell'obbligazione convertibile: € 10
- Valore nominale dell'azione: € 10

---

<sup>62</sup>FERRUCCI-FERRENTINO, *op. cit.*, pag. 842.

<sup>63</sup>*Ibidem.*

<sup>64</sup>CAVALLO BORGIA, *op. ult. cit.*, pag. 218.

Con questi valori viene rispettato il criterio fissato dall'art. 2420-*bis* c.c. prima della riforma, poiché il prezzo di emissione non è inferiore al valore nominale.

- Rapporto di cambio: 2 obbligazioni per un'azione

Con questo rapporto di cambio il criterio è garantito poiché ad ogni azione di € 10 corrisponderà un valore conferito di € 20.

- Rapporto di cambio: 0,5 obbligazioni per un'azione

Con questo rapporto di cambio il criterio è garantito poiché le obbligazioni non sono state emesse ad un prezzo inferiore al loro valore ma viene violato il divieto di emissione di azioni sotto la pari.

Sicuramente l'obiettivo del legislatore con quella disposizione era di impedire l'emissione di azioni sotto la pari e la dottrina già riteneva inoltre necessario introdurre anche l'obbligo di fissare sin dall'inizio il rapporto di cambio per evitare, in caso di conversione, di emettere azioni per conferimenti di valore inferiore al valore nominale complessivo delle azioni.

Nel 2003 quando venne abrogato il terzo comma, queste garanzie vennero mantenute modificando la parte finale del secondo comma e stabilendo che al procedimento di emissione delle obbligazioni convertibili *"si applicano, in quanto compatibili, le disposizioni del secondo, terzo, quarto e quinto comma dell'articolo 2346"*. L'art. 2346 c.c. intitolato *"emissione delle azioni"* contiene tutte le misure e i limiti da osservare anche per l'emissione delle obbligazioni convertibili, in particolare il quinto comma: *"in nessun caso il valore dei conferimenti può essere complessivamente inferiore all'ammontare globale del capitale sociale"*. Grazie a questo rinvio il prezzo complessivo di emissione delle obbligazioni (che si trasforma in conferimenti alla società emittente nell'eventualità dell'esercizio

del diritto di conversione) non può mai essere inferiore all'ammontare complessivo del capitale sociale sottoscrivibile a seguito della conversione<sup>65</sup>.

Infine il secondo comma dell'art. 2420-*bis* c.c. stabilisce che contestualmente all'emissione del prestito obbligazionario convertibile, la delibera di emissione deve anche prevedere l'aumento del capitale "a servizio della conversione", quindi per un ammontare corrispondente alle azioni da attribuire in conversione. Si tratta solamente di una delibera di aumento (quindi il capitale non è necessario venga anche sottoscritto), in quanto l'esecuzione dell'aumento vero e proprio verrà in maniera progressiva e frazionata, nei periodi prestabiliti dal programma quando gli obbligazionisti eserciteranno il diritto di conversione. La delibera di aumento del capitale sociale è irrevocabile e non quantificabile nella variazione, perché varierà in base a quanti obbligazionisti richiederanno la conversione<sup>66</sup>.

È sempre stato chiaro, ora come prima della riforma del 2003, che l'aumento del capitale a servizio della conversione non incrementa il valore del capitale sociale risultante in bilancio. In qualsiasi documento societario viene indicato il capitale sottoscritto, quindi quello originario, finché non avviene la conversione<sup>67</sup>. Prima della riforma era la dottrina a chiarire questo contesto, oggi invece è espressamente previsto in virtù del rinvio al secondo comma dell'art. 2444 c.c. citato al terzo comma dell'art. 2420-*bis* c.c. Secondo quanto stabilito con questo rinvio, l'aumento di capitale negli atti societari può essere indicato solo successivamente alla conversione, all'emissione delle azioni e all'avvenuta iscrizione vera e propria nel Registro delle imprese che attesti l'aumento effettivo del capitale. Tuttavia, nella prassi è buona norma indicare

---

<sup>65</sup>FERRUCCI-FERRENTINO, *op. cit.*, pag. 844.

<sup>66</sup>CALVOSA, *op. cit.*, pag. 964; FERRUCCI-FERRENTINO, *op. cit.*, pag. 847.

<sup>67</sup>CAMPOBASSO, *op. cit.*, pag. 455.

separatamente il valore dell'aumento del capitale a servizio della conversione nell'atto costitutivo o negli altri documenti societari<sup>68</sup>.

La delibera di aumento del capitale deve essere adottata contestualmente alla delibera di emissione delle obbligazioni convertibili. La dottrina ha posto l'accento sul termine "contestualmente", specificandone il senso e la portata. Per quanto riguarda il primo, l'intento del legislatore è quello di tutelare gli obbligazionisti. Per fare ciò, come abbiamo visto, non è necessaria la sottoscrizione e il versamento del capitale, ma basta la delibera di aumento. Per quanto riguarda la portata, la delibera di aumento del capitale si ritiene essere un presupposto di validità per l'emissione, quindi tassativo ed inderogabile<sup>69</sup>.

Tuttavia, delibera di emissione del prestito obbligazionario e delibera di aumento del capitale possono essere due distinti provvedimenti, anche presi in tempi successivi perché il termine "contestualmente" non significa contemporaneamente, ma indica uno stato di compresenza. Le due operazioni si ritengono indipendenti e aventi forza di sussistere da sole, infatti la mancanza della delibera di aumento non determina la nullità della delibera di emissione, quanto piuttosto la sua annullabilità<sup>70</sup>. Infatti secondo la dottrina prevalente la delibera è nulla solo nel caso in cui non rispetti le norme in merito all'ordine pubblico che sono rivolte all'interesse generale, posizionato ben sopra rispetto a quello economico del singolo<sup>71</sup>.

---

<sup>68</sup> *Ibidem*; CAVALLO BORGIA, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, cit., pag. 101.

<sup>69</sup> DOMENICHINI, *op. cit.*, pagg. 59 ss.

<sup>70</sup> *Ibidem*, pag. 69.

<sup>71</sup> *Ibidem*, pag. 65.

## 2.5. Procedimento di conversione

Secondo i tempi e le modalità indicate nella delibera di emissione (art. 2420-*bis*, co. 1, c.c.), nel regolamento del prestito e nei titoli emessi (art. 2420-*bis*, co. 6, c.c.), il titolare dell'obbligazione convertibile può allora esercitare la conversione.

L'obbligazionista procede con la dichiarazione di conversione, mostrando e consegnando fisicamente i titoli alla società emittente, in modo tale da evitare che essi possano circolare anche dopo la conversione.

Relativamente alla natura giuridica della dichiarazione di conversione, essa non si considera una proposta di sottoscrizione effettuata dall'obbligazionista nei confronti della società che poi valuterà l'accettazione. Secondo la tesi accolta, con la dichiarazione, è l'obbligazionista che accetta la proposta irrevocabile effettuata dalla società al momento dell'emissione delle obbligazioni.

In tal modo, l'obbligazionista procedendo con la dichiarazione di conversione, perfeziona il contratto di sottoscrizione delle azioni. Contemporaneamente avviene l'estinzione del rapporto di credito e la costituzione del rapporto societario, utilizzando la somma fatta a titolo di prestito come partecipazione societaria (come visto nel paragrafo 2.3, secondo la dottrina prevalente avviene una novazione dell'apporto effettuato dall'obbligazionista).

Chi esercita il diritto di conversione smette, invero, di essere creditore della società (perdendo i diritti alla restituzione del prestito e alla remunerazione periodica degli interessi) e ne diventa socio a tutti gli effetti, con i relativi diritti amministrativi e patrimoniali.

Nel caso in cui le obbligazioni convertibili siano gravate da pegno o diritto di usufrutto diventa più complesso individuare il soggetto avente diritto alla conversione.

Il caso è semplice se il diritto reale che grava scade prima dell'ultimo termine possibile per l'esercizio della conversione: finché esiste il vincolo non è possibile effettuare la conversione, poi riprendono tutti i termini normali<sup>72</sup>.

Invece, il caso è più complesso nell'ipotesi inversa, cioè quando il diritto reale che grava scade dopo l'ultimo termine possibile per l'esercizio della conversione. Una prima tesi minoritaria sostiene che il creditore pignoratizio e l'usufruttuario possono esercitare la conversione<sup>73</sup>. Un'altra tesi, invece, argomentando che non si può disporre di un bene vincolato, individua nel nudo proprietario il soggetto autorizzato alla conversione<sup>74</sup>, il quale è tenuto ad osservare quanto stabilito all'art. 2352, co. 2, c.c. Infine, un'altra tesi, osservando che con la conversione avviene un cambiamento dell'oggetto del vincolo e che ciò non è possibile a norma del predetto articolo che invece prevede un'omogeneità tra beni vincolati e ottenibili dalla conversione, richiede l'accordo del nudo proprietario e del titolare del diritto parziale. Se non avviene tale accordo, il diritto di conversione andrà perduto<sup>75</sup>.

A norma dell'art. 2420-bis, co. 3, c.c., l'obbligo di curare gli adempimenti successivi all'esercizio della conversione è, poi, a carico degli amministratori: *“nel primo mese di ciascun semestre gli amministratori provvedono all'emissione delle azioni spettanti agli obbligazionisti che hanno chiesto la conversione nel semestre precedente. Entro il mese successivo gli amministratori devono depositare per l'iscrizione nel registro delle imprese un'attestazione dell'aumento del capitale sociale in misura corrispondente al valore nominale delle azioni emesse”*.

Come visto nel paragrafo 2.4, solo quando l'aumento del capitale risulta iscritto nel Registro delle imprese può essere indicato negli atti societari, secondo

---

<sup>72</sup> CAMPOBASSO, *op. cit.*, pag. 473.

<sup>73</sup> JANNUZZI, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, in *La riforma delle società per azioni e delle borse valori. Quaderni della Rivista Impresa ambiente*, Milano, 1976, pag. 96.

<sup>74</sup> CAVALLO BORGIA, *op. ult. cit.*, pagg. 208 s.

<sup>75</sup> CAMPOBASSO, *op. cit.*, pag. 474.

quanto stabilito all'art. 2444, co. 2, c.c. in virtù del rinvio citato all'art. 2420-*bis*, co. 3, c.c.

Quanto stabilito in questo capitolo accade soprattutto quando la società ha optato per l'esercizio di una conversione continua, ovvero quando la delibera di emissione non ha fissato particolari scadenze temporali che gli obbligazionisti devono rispettare<sup>76</sup>.

Quando invece la delibera di emissione stabilisce dei termini entro cui esercitare il diritto di conversione, la disciplina stabilita all'art. 2420-*bis*, co. 3, c.c. va adeguata in questo modo: l'emissione delle azioni deve avvenire nel mese successivo alla scadenza di ciascun termine e gli adempimenti pubblicitari potranno essere compiuti nel mese successivo<sup>77</sup>.

## 2.6. Tutela degli interessi degli obbligazionisti

Anche in pendenza del rapporto di prestito obbligazionario convertibile si ricorre ai generali obblighi di correttezza e buona fede richiesti per l'esecuzione dei contratti agli artt. 1175 e 1375 c.c.<sup>78</sup>

L'interesse principale degli obbligazionisti è quello di conservare il "valore di conversione" dei titoli, ossia proteggere il diritto di opzione che possono esercitare per guadagnare *capital gains* dal proprio investimento. In prospettiva di una conversione lucrativa gli obbligazionisti inizialmente accettano un rendimento inferiore rispetto ad un altro di un investimento alternativo<sup>79</sup>.

A tutela di questo interesse degli obbligazionisti sono sanzionabili tutti gli atti volontari della società volti a distruggere o diminuire il "valore di conversione"

---

<sup>76</sup> CALVOSA, *op. cit.*, pag. 964.

<sup>77</sup> FERRUCCI-FERRENTINO, *op. cit.*, pag. 850.

<sup>78</sup> CAMPOBASSO, *op. cit.*, pag. 470; DOMENICHINI, *op. cit.*, pag. 234.

<sup>79</sup> DOMENICHINI, *op. cit.*, pag. 235.

delle obbligazioni convertibili, ossia tutti i comportamenti societari contrari agli obblighi di buona fede e correttezza. Spesso la violazione di questi principi si individua quando il sacrificio dell'interesse sopportato dagli obbligazionisti risulta superiore rispetto quello sopportato dei soci, ai quali invece vengono attribuiti vantaggi compensativi<sup>80</sup>.

Considerato il principio di buona fede e la condotta da seguire in pendenza di un prestito obbligazionario convertibile, si possono individuare dei mezzi di tutela cui possono disporre i possessori di tali obbligazioni.

In primo luogo, l'esistenza della mala fede nella gestione della società espone la società stessa a rispondere ad un'azione di responsabilità per danni. Per rimediare il fatto, che spesso si concreta con un inadempimento, la società è obbligata a pagare all'obbligazionista un risarcimento<sup>81</sup>.

Insieme alla responsabilità per danni, l'ordinamento giuridico pone a disposizione dei possessori di obbligazioni convertibili altri strumenti, come la possibilità di esperire l'azione di risoluzione per inadempimento o la possibilità di agire contro la società per l'eliminazione degli atti pregiudizievoli.

C'è esperimento dell'azione di risoluzione quando il comportamento della società ha reso impossibile o ha pregiudicato lo scopo che gli obbligazionisti si proponevano di raggiungere mediante l'esercizio del diritto di conversione. Ciò può verificarsi anche quando un atto societario è corretto dal punto di vista formale, ma non dal punto di vista sostanziale. Ad esempio, quando la società favorisce o attua operazioni che impediscono il raggiungimento del risultato a cui tendono legittimamente gli obbligazionisti.

In alternativa all'azione di risoluzione per inadempimento, gli obbligazionisti possono agire contro la società al fine di ottenere la condanna alla eliminazione degli atti pregiudizievoli.

---

<sup>80</sup> *Ibidem*.

<sup>81</sup> Vedi Art. 1218 c.c.; CAMPOBASSO, *op. cit.*, pag. 457.

Tale azione non si concreta in un'impugnazione della delibera sociale, ma attraverso una richiesta da parte degli obbligazionisti verso i competenti organi giurisdizionali, ai quali si richiede di accertare l'inadempimento della società. Lo scopo è quello indurre la stessa società ad eliminare gli atti pregiudizievoli al raggiungimento del risultato a favore degli obbligazionisti.

Nel caso in cui, poi, la società persista nel non osservare un eventuale ordine del giudice, incaricato ad eliminare le conseguenze della violazione dell'obbligo del comportamento secondo buona fede, agli obbligazionisti non resterà altro che la possibilità di ottenere dalla società il risarcimento del danno conseguente al suo illegittimo comportamento.

**CAPITOLO III**

***VICENDE DELLA SOCIETA' IN PRESENZA***

***DI OBBLIGAZIONI CONVERTIBILI***

**3.1. Generalità**

I titolari di obbligazioni convertibili possono avere particolare interesse per le vicende della società emittente, dal momento che molte di esse possono incidere sia sulla loro posizione di creditori della società, sia sulla convenienza ad esercitare il diritto di conversione<sup>82</sup>.

Al fine di salvaguardare gli interessi degli obbligazionisti, il legislatore ha messo a disposizione dei mezzi giuridici a cui fare ricorso per proteggere la loro posizione dalle operazioni societarie incidenti sul capitale della società e sulla sua struttura, tali da essere potenzialmente dannose per gli interessi degli obbligazionisti.

Gli obbligazionisti non possono ostacolare la società nel compiere qualsiasi operazione economica troppo rischiosa dal loro punto di vista, perché è salvaguardato anche il principio di libera iniziativa economica nelle decisioni societarie da adottare.

Gli obbligazionisti hanno diritto ad essere tutelati solo con riguardo alle operazioni straordinarie, relative al capitale o alla struttura societaria, le quali possono modificare il valore patrimoniale delle azioni ottenibili in conversione<sup>83</sup>. Solo per solo questi atti il legislatore ha sentito l'esigenza di dettare una disciplina appropriata che tuteli da un lato la società a compiere le

---

<sup>82</sup> FERRUCCI-FERRENTINO, *op. cit.*, pag. 850.

<sup>83</sup> *Ibidem*; PICARDI, *op. cit.*, pag. 919.

operazioni e dall'altro gli obbligazionisti a conservare inalterata la loro posizione giuridica ed economica. È soprattutto con riguardo al diritto di conversione, elemento caratterizzante il prestito obbligazionario convertibile, che la società emittente è tenuta a non alterarne il contenuto, ponendo in essere operazioni che lo pregiudichino direttamente o indirettamente, svuotandolo di significato e rendendolo economicamente inutile<sup>84</sup>.

Quindi, essenziale all'operazione del prestito convertibile è garantire, nella fase intermedia, che la società assicuri, oltre alla remunerazione del capitale e alla sua restituzione, anche una tutela più intensa in relazione alla facoltà concessa agli obbligazionisti di diventare azionisti attraverso l'esercizio del diritto di conversione<sup>85</sup>.

Innanzitutto sia la società che gli obbligazionisti possono avere l'esigenza, con il passare del tempo, di modificare alcune condizioni del prestito, quali il tasso, il piano di ammortamento, il rapporto di cambio o il periodo di conversione. Le delibere societarie riguardanti qualsiasi modifica del regolamento contrattuale necessitano il consenso dell'assemblea degli obbligazionisti, ottenuto a maggioranza. Lo stesso consenso è obbligatorio anche nel caso in cui la società voglia modificare alcune caratteristiche delle azioni ottenibili dalla conversione. Per esempio se la società vuole introdurre limiti alla circolazione delle azioni, avrà bisogno di tale consenso perché modificherà in maniera diretta il valore di tutta la categoria di azioni assegnata in compendio alla conversione<sup>86</sup>.

In aggiunta a questi atti che modificano direttamente le condizioni del prestito, ne esistono altri relativi alle operazioni straordinarie che influenzano in modo indiretto il diritto di conversione. Anche questa tipologia di atti può ledere i

---

<sup>84</sup> CAVALLO BORGIA, *Azioni e obbligazioni di società. I grandi orientamenti della giurisprudenza civile e commerciale* diretta da Galgano, 5, Padova, 1988, pag. 450; CAVALLO BORGIA, *Commento all'art. 2420-bis*, in *Commentario del codice civile Scialoja-Branca, Della società per azioni*, cit., pag. 247.

<sup>85</sup> CAVALLO BORGIA, *Azioni e obbligazioni di società*, cit., pag. 450.

<sup>86</sup> DOMENICHINI, *op. cit.*, pag. 154.

diritti degli obbligazionisti, nonostante la delibera societaria in questo caso non faccia esplicito riferimento alle peculiarità del prestito. Infatti, considerando per esempio un aumento di capitale, esso potrebbe comportare una diminuzione del valore delle azioni in compendio e di conseguenza una diminuzione del valore economico del diritto di conversione, nonostante esso fosse stato prefissato in comune accordo tra obbligazionista e società prima di questa operazione. Ancora, anche nel caso di una fusione il diritto di conversione può essere alterato, anzi svuotato di significato, perché le azioni in seguito all'operazione vengono annullate<sup>87</sup>.

Tutte queste delibere che possono ledere la posizione economica dei detentori di obbligazioni convertibili, tuttavia trovano giustificazione in precise esigenze ed interessi della società. Per questo motivo, il legislatore ha cercato di trovare una soluzione che equilibri questa situazione di conflitto, la quale vede opporsi da un lato gli interessi della società nell'essere libera ed indipendente nel prendere determinate decisioni incisive e dall'altro gli interessi degli obbligazionisti che vogliono tutelarsi da eventuali fattispecie dannose<sup>88</sup>.

La soluzione che aspira ad equilibrare gli interessi societari con quelli degli obbligazionisti non appare condivisa, perché storicamente sono diverse le posizioni prese dai vari ordinamenti giuridici<sup>89</sup>.

Negli Stati Uniti inizialmente non erano previste forme di tutela per gli obbligazionisti contro le operazioni societarie che potevano modificare indirettamente il diritto di conversione, salvo esplicite cautele previste nelle condizioni del prestito. Successivamente, si cercò di individuare delle clausole precise da inserire nel contratto del prestito per cercare di salvaguardare anche gli obbligazionisti, ma senza limitare troppo l'iniziativa economica della società.

---

<sup>87</sup> *Ibidem*, pag. 155.

<sup>88</sup> DE RITIS, *Obbligazioni convertibili in azioni*, in *Le società per azioni, Codice civile e norme complementari* diretto da Abadessa-Portale, Tomo I, Milano, 2016, pag. 9.

<sup>89</sup> DOMENICHINI, *op. cit.*, pagg. 156 s.

Anche in Germania si riscontra lo stesso atteggiamento, nonostante nel 1937 ci fosse già una disciplina specifica per le obbligazioni convertibili. Anche qui venivano inserite delle clausole particolari nel regolamento del prestito al fine di salvaguardare la posizione degli obbligazionisti contro tutti gli atti che potevano comportare una lesione dei loro diritti. Solo per una particolare operazione straordinaria, l'aumento gratuito del capitale, il legislatore aveva previsto una disciplina specifica per equilibrare gli interessi della società con quelli dell'obbligazionista.

Diversamente, in Francia è sempre esistita una ricca normativa che regolava questa situazione di conflitto di interessi, anche se con il passare del tempo gli interventi legislativi hanno intrapreso strade opposte. Infatti si è passati da un primo atteggiamento estremamente protettivo per gli obbligazionisti che limitava in modo significativo l'autonomia societaria, ad un altro, successivo alla riforma del diritto societario del 1966, che ha lasciato libera iniziativa economica alle società nel compiere qualsiasi operazione e ha tutelato i detentori di titoli convertibili con apposite clausole stabilite dalla legge e inserite nel regolamento.

Infine, per quanto riguarda l'ordinamento italiano, prima della riforma del 1974 non esisteva alcuna norma riguardante le obbligazioni convertibili e la dottrina<sup>90</sup> cercava soprattutto di individuare un razionale ed equilibrato criterio per tutelare gli obbligazionisti. Il problema consisteva nell'individuare i confini che identificavano un atto societario come illecito, in quanto poteva comportare anche indirettamente una lesione del diritto di conversione. Quindi si ricercavano le correzioni e cautele che si potevano introdurre agli obbligazionisti per permettere alla società di perseguire allo stesso modo le proprie esigenze e interessi. Sulla base di questa dottrina si è poi basato il

---

<sup>90</sup> *Ibidem*, pagg. 157 ss.

legislatore che nel 1974 ha introdotto gli articoli riguardanti le obbligazioni convertibili e la tutela dei detentori di queste.

Si tratta di una legislazione che presenta varie lacune, sia perché regola solo una piccola parte delle innumerevoli operazioni societarie che possono comportare una lesione dei diritti degli obbligazionisti, sia perché non disciplina in alcun modo il “procedimento indiretto” di conversione delle obbligazioni convertibili, di cui si è fatto già riferimento al paragrafo 2.2.

Per questi motivi, parte della dottrina<sup>91</sup> ritiene di colmare tali lacune, ricorrendo preliminarmente ai principi generali che regolano l’attività dei soggetti giuridici nei campi in cui sono riconosciute loro piena libertà di determinazione ed ampia autonomia. Si tratta dei principi di diligenza, lealtà, correttezza, buon costume, ma soprattutto del principio di buona fede<sup>92</sup>.

Tale ultimo principio, inteso dall’art. 1375 c.c. come dovere di eseguire secondo buona fede il contratto, si presenta come punto cardine da osservare durante l’attività sociale in pendenza della conversione per permetterla secondo i fini intenzionali. Ciò significa che questa condotta impedisce alla società emittente di alterare volontariamente ed unilateralmente il valore economico della conversione<sup>93</sup>. Quindi, l’intera operazione complessa di emissione del prestito obbligazionario convertibile deve essere svolta sul piano della collaborazione, della lealtà e della correttezza, assicurando in tal modo l’astensione da atti contrari agli scopi voluti dalle parti.

Nel prosieguo verranno analizzati solo gli atti societari che comportano rischi alla conversione, sia quelli presi direttamente in considerazione dal legislatore, sia quelli regolati attraverso i suddetti principi generali, in particolare: aumento

---

<sup>91</sup> CAVALLO BORGIA, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, cit., pagg. 125 ss.

<sup>92</sup> CAVALLO BORGIA, *Commento all’art. 2420-bis*, in *Commentario del codice civile Scialoja-Branca*, cit., pag. 251.

<sup>93</sup> *Ibidem*.

e riduzione del capitale sociale, modificazione delle disposizioni dello statuto relative alla ripartizione degli utili, fusione e scissione.

Relativamente alle operazioni societarie regolate direttamente dalla legge, sono fissate tre regole<sup>94</sup> per conciliare gli interessi opposti della società e degli obbligazionisti: facoltà per gli obbligazionisti di esercitare il diritto di opzione in caso di aumento di capitale a pagamento o di emissione di obbligazioni convertibili; facoltà concessa agli obbligazionisti di convertire anticipatamente i titoli in caso di riduzione reale del capitale, modificazione delle disposizioni dello statuto riguardanti la ripartizione degli utili (quando i termini della conversione non sono scaduti), fusione e scissione, altrimenti le operazioni sono vietate; modifica del rapporto di cambio in caso di aumento gratuito del capitale e riduzione dello stesso per perdite.

Chiaramente, sono esclusi dall'esame tutti gli atti e le operazioni che comportano un'alterazione patrimoniale per motivi di carattere economico-finanziario direttamente connesso con ai rischi naturali d'impresa.

### **3.2. Aumento del capitale sociale a pagamento**

Le operazioni straordinarie che riguardano l'aumento del capitale sociale a pagamento (mediante l'emissione di nuove azioni) o la nuova emissione di obbligazioni convertibili possono ledere gli interessi dei titolari di obbligazioni convertibili<sup>95</sup>.

Il danno non riguarda l'aspetto patrimoniale, in quanto l'aumento del capitale, che comporta la riduzione del valore reale delle azioni ottenibili dalla conversione, può essere superato con lo strumento del sovrapprezzo.

---

<sup>94</sup> DE RITIS, *op. cit.*, pag. 9.

<sup>95</sup> FERRUCCI-FERRENTINO, *op. cit.*, pag. 851.

Il danno, piuttosto, riguarda l'aspetto amministrativo<sup>96</sup>, in quanto varia il peso relativo delle azioni all'interno della società. Le azioni che dovessero essere attribuite agli obbligazionisti, nel caso in cui decidessero di esercitare la conversione, garantirebbero una partecipazione societaria minore, a seguito dell'aumento (rispetto al momento dell'emissione delle obbligazioni) di capitale e quindi a seguito dell'aumento del numero di azioni in cui risulta essere suddiviso complessivamente.

La società e gli obbligazionisti si trovano ad avere esigenze contrapposte: la prima ha la necessità di procurarsi nuove risorse finanziarie e i secondi vogliono tutelare la loro posizione economica. Per contemperare entrambe le esigenze, il legislatore non vieta alla società di aumentare il proprio capitale a pagamento o di emettere nuove obbligazioni convertibili e attraverso l'art. 2441, co. 1, c.c. attribuisce agli obbligazionisti il diritto di opzione sui nuovi titoli: *"Le azioni di nuova emissione e le obbligazioni convertibili in azioni devono essere offerte in opzione ai soci in proporzione al numero delle azioni possedute. Se vi sono obbligazioni convertibili il diritto di opzione spetta anche ai possessori di queste, in concorso con i soci, sulla base del rapporto di cambio"*.

Il diritto di opzione è uno strumento di tutela innanzitutto per i soci. Permette loro di mantenere inalterata la quota di partecipazione al capitale, ai diritti patrimoniali ed amministrativi, che altrimenti verrebbero diluiti con l'emissione delle nuove azioni a pagamento. Più precisamente, come sopra descritto, i diritti amministrativi (per esempio il potere di voto) vengono sempre lesi, invece i diritti patrimoniali solo nel caso in cui non aumenti il prezzo di emissione delle nuove azioni rispetto al valore di quelle esistenti<sup>97</sup>.

Con l'art. 2441 c.c., il legislatore, nel momento di emissione di nuove azioni, parifica la posizione dei soci con quella dei titolari di obbligazioni convertibili e

---

<sup>96</sup> DE RITIS, *op. cit.*, pag. 9.

<sup>97</sup> DOMENICHINI, *op. cit.*, pag. 160.

per questo motivo assegna anche a loro il diritto di opzione come strumento di tutela<sup>98</sup>.

Questa scelta legislativa è stata ampiamente criticata dalla dottrina<sup>99</sup>, poiché ritiene che venga oltrepassato il designato scopo di tutela dell'obbligazionista.

In primo luogo, il metodo prescelto induce gli obbligazionisti alla valutazione della conversione prima dell'operazione straordinaria, imponendo poi loro di investire ulteriormente per non alterare la propria posizione all'interno della società. Per proteggere il valore di conversione bisognerebbe aggiustare il rapporto di cambio, aumentandolo in correlazione alla diluizione del valore delle azioni a causa dell'aumento di capitale, in modo tale che gli obbligazionisti non siano obbligati ad effettuare ulteriori investimenti oltre a quello relativo ai titoli sottoscritti. Invece, per proteggere la quota spettante di diritti patrimoniali e amministrativi, solo l'obbligazionista che ha deciso di effettuare la conversione (anche non immediatamente) dovrebbe accompagnare ogni aumento di capitale con un nuovo investimento.

In secondo luogo, la scelta legislativa di attribuire il diritto di opzione anche ai titolari di obbligazioni convertibili nuoce gli interessi dei soci. Infatti, quest'ultimi vedono ridursi una parte di diritto che spetterebbe loro e quindi non possono compensare completamente l'effetto di diluizione causato dall'aumento di capitale.

Queste incongruenze hanno suscitato vari suggerimenti correttivi della norma, come per esempio riservare il diritto di opzione solo agli obbligazionisti che esercitino la conversione. Tuttavia, la dottrina<sup>100</sup> si è ritenuta favorevole alla scelta legislativa di cui all'art. 2441 c.c., la quale è stata formulata in maniera

---

<sup>98</sup> CAVALLO BORGIA, *op. ult. cit.*, pag. 254.

<sup>99</sup> CAVALLO BORGIA, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, cit., pag. 153; CAMPOBASSO, *op. cit.*, pagg. 458 s.; DOMENICHINI, *op. cit.*, pagg. 161 ss; DE RITIS, *op. cit.*, pag. 9.

<sup>100</sup> CAMPOBASSO, *op. cit.*, pag. 459.

molto precisa da non lasciare spazio ad interpretazioni riduttive o modificative rispetto quanto deciso.

Problemi particolari sorgono solo quando vengono emesse diverse categorie di nuove azioni o di nuove obbligazioni convertibili in proporzione diversa rispetto quella esistente. Per assegnare equamente i nuovi titoli in opzione a soci e obbligazionisti bisogna considerare due principi: il primo, secondo cui il diritto di opzione viene esercitato prioritariamente sulle nuove azioni della medesima categoria posseduta ed il secondo, in base al quale il diritto di opzione spettante agli obbligazionisti è misurato considerando quante e quali categorie di azioni sono attribuite alla conversione.

L'art.2441 oltre a permettere il diritto di opzione ai titolari di obbligazioni convertibili, individua una serie di limiti nei commi successivi al primo.

Al comma 4, si esclude l'applicabilità del diritto di opzione alle "*... azioni di nuova emissione che, secondo la deliberazione di aumento del capitale, devono essere liberate mediante conferimenti in natura*" e al comma 5 si stabilisce che l'aumento di capitale con esclusione o limitazione di tale diritto deve essere obbligatoriamente motivato per rendere note ragioni e interessi della società. La dottrina prevalente<sup>101</sup> ritiene che gli interessi della società nel limitare il diritto di opzione siano i medesimi sia in caso di emissione di nuove azioni sia in caso di emissione di nuove obbligazioni convertibili.

Ci si è chiesti se la deliberazione societaria, che stabilisce l'esclusione del diritto di opzione sulle azioni di nuova emissione nell'interesse della società, debba essere approvata dall'assemblea degli obbligazionisti; anche in questo caso la dottrina si divide<sup>102</sup>. Una parte<sup>103</sup> ritiene che tale delibera modifichi le condizioni del prestito obbligazionario e di conseguenza si renda necessaria

---

<sup>101</sup> *Ibidem*; CAVALLO BORGIA, *op. ult. cit.*, pag. 120.

<sup>102</sup> FERRUCCI-FERRENTINO, *op. cit.*, pagg. 852 s.

<sup>103</sup> MODICA, *op. cit.*, pagg. 82 ss.

l'approvazione dell'assemblea (in applicazione dell'art. 2415, co. 1, n. 2, c.c.). L'altra parte della dottrina<sup>104</sup>, prevalente, invece non ritiene necessaria un'apposita delibera dell'assemblea, in quanto l'art. 2415, co. 1, c.c. che elenca tutte le attività assegnate a tale organo, al secondo punto attribuisce la facoltà di deliberare solo in ordine alle modificazioni delle condizioni del prestito obbligazionario previste dal regolamento. Quindi, secondo questa seconda linea di pensiero, l'esclusione del diritto di opzione non richiederebbe l'approvazione dei titolari di obbligazioni convertibili, ma soltanto quella della società emittente.

A fronte delle deliberazioni sociali che sottraggono il diritto di opzione, i titolari di obbligazioni convertibili possono ricorrere alle norme che disciplinano l'inadempimento contrattuale per tutelarsi<sup>105</sup>. Il rappresentante comune, in forza di delibera dell'assemblea degli obbligazionisti, esercita tale azione: per esempio in caso di mutuo (tipica espressione del prestito obbligazionario) si può esperire un'azione di risoluzione del contratto oppure si può richiedere un risarcimento danni, come visto in precedenza al paragrafo 2.6.

Inoltre, a fronte delle medesime deliberazioni, che escludono tale diritto in maniera ingiustificata, gli obbligazionisti possono esercitare l'azione di nullità<sup>106</sup>. Ciò è concesso in virtù di quanto stabilito all'art. 2441, co. 1, c.c.: *“Se vi sono obbligazioni convertibili il diritto di opzione spetta anche ai possessori di queste, in concorso con i soci, sulla base del rapporto di cambio”*. Questa norma tratta allo stesso modo gli obbligazionisti e gli azionisti ed è per questo motivo che se una delibera esclude ai primi il diritto di opzione, la stessa può essere considerata nulla per illiceità dell'oggetto in conformità con l'art. 2379 c.c.<sup>107</sup>.

---

<sup>104</sup> CAMPOBASSO, *op. cit.*, pagg. 459 s.

<sup>105</sup> FERRUCCI-FERRENTINO, *op. cit.*, pagg. 852 s.; CAVALLO BORGIA, *Commento all'art. 2420-bis*, in *Commentario del codice civile Scialoja-Branca, Della società per azioni*, cit., pag. 257.

<sup>106</sup> DE RITIS, *op. cit.*, pag. 9.

<sup>107</sup> *Ibidem*; CAMPOBASSO, *op. cit.*, pagg. 459 s.

### 3.3. Aumento gratuito del capitale sociale

L'aumento gratuito si realizza quando la società dispone di riserve iscritte in bilancio e le imputa al capitale sociale. Questa operazione determina un trasferimento di valori fra differenti poste di bilancio che, nonostante non modifichi l'entità del patrimonio netto della società, comporta effetti rilevanti sia giuridicamente che economicamente<sup>108</sup>.

Secondo quanto stabilito all'art. 2442 c.c. l'aumento gratuito di capitale può attuarsi in due modi: mediante l'emissione di nuove azioni o mediante l'aumento del valore nominale di quelle in circolazione. Nel caso di emissione di nuove azioni, sempre richiamando il medesimo articolo del codice, il legislatore stabilisce che le stesse dovranno avere medesime caratteristiche di quelle in circolazione e dovranno essere assegnate ai soci in proporzione a quelle detenute.

In entrambi i casi questa operazione comporta un effetto negativo per i titolari di obbligazioni convertibili, i quali vedono ridursi la loro quota di partecipazione sociale che spetterebbe loro in conversione.

A tutela degli obbligazionisti l'art. 2420-bis, co. 5, c.c. stabilisce che nel momento in cui la società decide di aumentare il capitale mediante imputazione di riserve, deve essere modificato il rapporto di cambio e precisamente in proporzione all'aumento avvenuto. In questo modo ad ogni obbligazione convertibile viene associato un maggior numero di azioni offerte in conversione, rispetto a quelle conseguite in base alle condizioni originarie del prestito. Se il rapporto di cambio non venisse modificato l'obbligazionista non subirebbe un danno patrimoniale immediato ma, a seguito della conversione, otterrebbe una partecipazione societaria minore rispetto alla situazione

---

<sup>108</sup> FERRUCCI-FERRENTINO, *op. cit.*, pagg. 853 ss.

precedente all'aumento del capitale<sup>109</sup>. Di conseguenza, considerando per esempio il diritto di voto in assemblea, l'obbligazionista che effettua la conversione si trova ad aver un peso minore nelle decisioni rispetto alla situazione precedente. Tale disposto normativo ovviamente vale nel caso in cui l'aumento sia stato attuato mediante emissione di nuove azioni, mentre nel caso di aumento del valore nominale di quelle in circolazione non è necessario modificare il rapporto di cambio, ma soltanto individuare le risorse necessarie a coprire il maggior valore nominale delle azioni che saranno offerte in conversione.

Riassumendo, quindi, se l'aumento gratuito del capitale avviene mediante emissione di nuove azioni, le stesse in primo luogo, come previsto dall'art. 2442, co. 2, c.c., dovranno essere assegnate agli azionisti in proporzione a quelle detenute ed in secondo luogo, come previsto dall'art. 2420-*bis*, co. 5, c.c., dovrà essere modificato il rapporto di cambio per i motivi sopra descritti.

La modifica del rapporto di cambio comporta anche la necessità di aumentare il capitale deliberato a servizio della conversione contestualmente alla delibera di emissione delle obbligazioni convertibili. Infatti, a seguito dell'aumento di capitale e del numero di azioni associate ad ogni obbligazione convertibile, l'originario valore di capitale posto a servizio delle obbligazioni per far fronte alla loro conversione non è più sufficiente per coprirle tutte. Di conseguenza, è necessario individuare ulteriori risorse patrimoniali, che aggiunte alle preesistenti, permettano di assicurare una conversione anche di tutte le obbligazioni in azioni se necessario.

Se l'aumento gratuito di capitale avviene mediante aumento del valore nominale delle azioni in circolazione, come detto in precedenza, non è necessario modificare il rapporto di cambio, in quanto non varia il numero di

---

<sup>109</sup> CAVALLO BORGIA, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, cit., pag. 160.

azioni che compongono il capitale. Per permettere agli obbligazionisti di mantenere lo stesso peso all'interno della società non è necessario assegnare nuove azioni perché cambia il valore di ogni azione in circolazione e quindi anche quelle ottenibili dalla conversione. Tuttavia, anche se il rapporto di cambio non varia, a causa dell'aumento del valore nominale, si crea allo stesso modo la necessità di incrementare il capitale deliberato a servizio della conversione contestualmente alla delibera di emissione delle obbligazioni convertibili. Infatti, in caso di conversione integrale delle obbligazioni convertibili, tale ammontare risulta insufficiente a coprire tutte le azioni da emettere.

Quindi, a prescindere dalla modifica o meno del rapporto di cambio, in qualsiasi caso di aumento gratuito di capitale (mediante emissione di nuove azioni o mediante aumento del valore nominale delle azioni) bisogna individuare nuove risorse patrimoniali da aggiungere a quelle già previste con l'aumento a servizio della conversione che permettano un'eventuale conversione integrale delle obbligazioni.

Le modalità, con cui vengono individuate tali nuove risorse patrimoniali, variano a seconda che le condizioni generali del prestito prevedano o meno il formarsi della cosiddetta riserva da conversione. Di seguito si riportano di tre ipotesi diverse formulate dalla dottrina che comportano altrettante modalità per procurarsi le risorse<sup>110</sup>.

La prima ipotesi<sup>111</sup>, anche se non è molto utilizzata nella realtà, prevede che durante l'emissione delle obbligazioni venga fissato un rapporto di cambio alla pari: ad ogni obbligazione corrisponde un'azione dello stesso valore nominale. Se in questa ipotesi la società decida di aumentare gratuitamente il capitale, la

---

<sup>110</sup> FERRUCCI-FERRENTINO, *op. cit.*, pagg. 856 ss.; CAVALLO BORGIA, *op. ult. cit.*, pagg. 163 ss.

<sup>111</sup> Prevista nelle Massime di giurisprudenza onoraria del Tribunale di Milano, pubblicate nel 1984, vedi per esempio *Riv. Soc.*, 1984, pag. 664 ss. n. 10.

dottrina per salvaguardare la posizione degli obbligazionisti esegue la cosiddetta operazione di "aumento in parte accantonato".

Tale operazione prevede innanzitutto una deliberazione complessiva dell'operazione, l'imputazione a capitale delle riserve e l'assegnazione immediata agli azionisti di una parte dell'aumento avvenuto.

In secondo luogo viene assegnata agli obbligazionisti la restante parte di aumento di capitale attraverso l'accantonamento in una specifica riserva. Quanto aumento di capitale riservare ad azionisti e quanto ad obbligazionisti lo si ricava rapportando l'originario valore di capitale a servizio della conversione con l'ammontare di capitale sociale, anteriore all'aumento, sommato al capitale a servizio del prestito obbligazionario.

Se l'aumento gratuito di capitale, anziché avvenire mediante aumento del valore nominale delle azioni in circolazione, si realizza attraverso l'emissione di nuove azioni, come già visto, viene modificato il rapporto di cambio per permettere agli obbligazionisti che vogliono esercitare la conversione di ottenere un numero maggiore di azioni rispetto a quelle che avrebbero potuto conseguire in base alle condizioni originarie del prestito.

Nella fase in cui l'obbligazionista opta per la conversione, la società integra l'originario capitale a servizio della conversione con la riserva accantonata per la parte di aumento di capitale assegnato agli obbligazionisti, così da garantirgli lo stesso numero di azioni con valore nominale superiore o un maggior numero di azioni (a seconda del tipo di aumento gratuito di capitale attuato: aumento del valore nominale o aumento del numero di azioni).

Nel caso in cui tutti gli obbligazionisti optino per la conversione la riserva di accantonamento si esaurirà; se invece solo una parte di essi esercita l'opzione rimane inutilizzata una parte di tale riserva e potrà essere liberamente utilizzata dalla società.

La seconda ipotesi prevede che durante l'emissione delle obbligazioni convertibili venga fissato un rapporto di cambio che garantisca in caso di conversione un'emissione di azioni con sovrapprezzo.

Se in questa ipotesi la società decide di aumentare gratuitamente il capitale, la copertura delle maggiori risorse patrimoniali da destinare a servizio della conversione è assicurata dalle somme da sborsare a titolo di sovrapprezzo. La dottrina in questo caso ricorre alla cosiddetta operazione di "doppio aumento".

Anche questa operazione prevede una prima fase di deliberazione dell'aumento di capitale, ma solo per la parte da assegnare immediatamente ai soci.

Quando gli obbligazionisti esercitano la conversione, il maggior prezzo che pagano (poiché nel caso del "sovrapprezzo" il prezzo di conversione delle obbligazioni in azioni è maggiore al loro valore nominale) viene imputato a capitale. In questo modo la società riesce a far fronte all'emissione di azioni ad un valore nominale più alto o ad un maggior numero di azioni, in base al tipo di aumento gratuito di capitale attuato.

Come nella prima ipotesi, anche in questa se l'aumento gratuito di capitale, anziché avvenire mediante aumento del valore nominale delle azioni in circolazione, si realizza attraverso l'emissione di nuove azioni, viene modificato il rapporto di cambio.

Nella fase in cui l'obbligazionista opta per la conversione, può ricevere un'azione di valore nominale inferiore rispetto a quello dell'obbligazione che andrà ad estinguere. La differenza di valore dovrebbe essere imputata a riserva da sovrapprezzo o da conversione secondo quanto stabilito all'art. 2430 c.c., invece una parte di essa viene imputata a capitale, realizzando in questo modo un secondo aumento gratuito. Tale aumento permette di assegnare agli obbligazionisti azioni di valore nominale superiore o un maggior numero di azioni.

La terza ed ultima ipotesi considerata prevede sin dal momento di emissione delle obbligazioni convertibili l'istituzione di una riserva da conversione anche se di ammontare insufficiente a coprire il maggior valore nominale o il maggior numero di azioni da assegnare.

In questo caso è necessario ricorrere al metodo del "doppio aumento", anche se esso non garantisce una completa salvaguardia della posizione dei titolari di obbligazioni convertibili, poiché la riserva risulta incapiente. Per questo motivo la società avrà necessità di ricercare ulteriori risorse dal patrimonio e di conseguenza ricorrerà anche al metodo dell' "aumento in parte accantonato". Dunque la terza ipotesi, per tutelare gli obbligazionisti che intendono effettuare la conversione, ricorre ad entrambi i procedimenti esaminati alla prima e seconda ipotesi.

### **3.4. Riduzione del capitale sociale per perdite**

L'art. 2420-bis, co. 5, c.c., dispone che *"Nei casi di aumento del capitale mediante imputazione di riserve e di riduzione del capitale per perdite, il rapporto di cambio è modificato in proporzione alla misura dell'aumento o della riduzione"*. Dunque, come previsto in caso di aumento gratuito di capitale, anche nel caso di riduzione non volontaria del capitale il rapporto di cambio deve essere modificato in proporzione alla diminuzione.

La dottrina ha fornito varie e contrastanti interpretazioni di questa norma.

Secondo una teoria minoritaria<sup>112</sup>, con tale disposizione il legislatore ha inteso tutelare gli obbligazionisti, quali creditori, dalle perdite che la società può subire in pendenza del prestito obbligazionario. Nel momento in cui la

---

<sup>112</sup> FERRI, *La riforma delle società per azioni secondo la legge 7 giugno 1974, n. 216 e i decreti legislativi 31 marzo 1975, nn. 136, 137 e 138*, Torino, 1976, pag. 24.

riduzione del capitale sociale si traduce in riduzione del valore nominale delle azioni, infatti, gli obbligazionisti ne subiscono un evidente pregiudizio dal momento che, in caso di esercizio del diritto di conversione, avranno sì lo stesso numero di azioni, ma di un valore nominale complessivamente inferiore a quello che era stato originariamente stabilito in base al rapporto di cambio fissato al momento della loro emissione.

Per evitare tale pregiudizio, allora, occorrerebbe garantire agli obbligazionisti un numero maggiore di azioni, in cambio dello stesso numero di obbligazioni.

L'opinione oggi prevalente<sup>113</sup>, invece, interpreta il quinto comma nel senso che la riduzione del capitale sociale non deve comportare un indebito vantaggio a favore degli obbligazionisti.

Se la riduzione avviene mediante la riduzione del solo valore nominale delle azioni, non andrà preso alcun provvedimento: al momento della conversione, gli obbligazionisti otterrebbero lo stesso numero di azioni stabilito al momento dell'emissione, anche se di valore nominale inferiore. Quindi, seppure subiscano un pregiudizio patrimoniale, la loro posizione all'interno della società rimarrebbe invariata, in quanto a seguito della conversione avrebbero una partecipazione societaria percentualmente pari a quella stabilita inizialmente con la sottoscrizione delle obbligazioni convertibili.

Se, invece, la riduzione del capitale avviene attraverso la riduzione del numero di azioni in circolazione, allora sì che dovrà essere preso un adeguato provvedimento: il rapporto di cambio andrà, infatti, modificato in modo tale che ciascun obbligazionista, al momento della conversione, ottenga un numero di azioni inferiore. Ciò in quanto solo se si riduce il numero di azioni spettanti agli obbligazionisti in caso di conversione si mantiene inalterata la loro posizione all'interno della società. Va ridotto, quindi, il numero di azioni

---

<sup>113</sup> CAMPOBASSO, *op. cit.*, pagg. 462 ss.

ottenibili poiché altrimenti, essendo ridotto il numero complessivo delle azioni della società, la partecipazione sociale degli obbligazionisti nel caso in cui esercitassero la conversione risulterebbe accresciuto rispetto a quello che avevano diritto di conseguire prima delle perdite e si realizzerebbe contemporaneamente un indebito vantaggio nei loro confronti ed un ingiustificato danno a carico degli azionisti<sup>114</sup>.

Ancora più dubbia, poi, è la sorte degli obbligazionisti nel caso in cui la società subisca delle perdite tali da provocare l'annullamento del capitale e venga deliberata tale riduzione con contestuale aumento del capitale ai minimi stabiliti dalla legge (art. 2327 c.c.).

Una prima teoria<sup>115</sup> ritiene che l'annullamento del capitale per perdite comporti l'azzeramento del rapporto di cambio, il conseguente venir meno del diritto di conversione degli obbligazionisti ed anche la perdita del diritto di opzione loro riconosciuto dalla legge, in caso di aumento a pagamento del capitale.

In particolare, secondo tale teoria, il diritto di opzione viene negato in quanto, innanzitutto, spetta per legge ai soci e agli obbligazionisti con diritto di conversione, cosicché non spetta a chi non sia socio né a chi abbia perso il diritto di conversione; in secondo luogo, non si vede quale opzione potrebbe spettare *"sulla base del rapporto di cambio"* (art. 2441 c.c.) se quest'ultimo è pari a zero; infine, sarebbe ingiustificato ed immeritevole di tutela un interesse degli obbligazionisti ad acquistare una quota delle plusvalenze patrimoniali non evidenziate o evidenziabili in bilancio mediante l'esercizio del diritto di opzione sulle nuove azioni.

Si ritiene, quindi, che il tipo di obbligazione convertibile si caratterizzi essenzialmente e prima di tutto per il *"diritto di conversione"*: ove, però, il

---

<sup>114</sup> *Ibidem*, pagg. 463 s; DE RITIS, *op. cit.*, pag. 13.

<sup>115</sup> DOMENICHINI, *op. cit.*, pag. 192.

diritto di conversione venga meno, gli elementi della disciplina differenziale del tipo non possono sopravvivere, neppure il diritto di opzione.

La teoria prevalente<sup>116</sup>, invece, ritiene che la riduzione a zero renda ancora possibile la conversione delle obbligazioni in azioni: nel momento in cui si vuole deliberare la ricostituzione del capitale sociale, occorre offrire agli obbligazionisti il diritto di convertire anticipatamente, per dar loro la possibilità di partecipare, in veste di azionisti, all'assemblea chiamata a deliberare sull'annullamento del capitale sociale e sulla sua contestuale ricostituzione. Quanto affermato è l'applicazione del quarto comma dell'art. 2420-bis: "*... salvo che ai possessori di obbligazioni convertibili sia stata data facoltà, mediante avviso depositato presso l'ufficio del registro delle imprese almeno novanta giorni prima della convocazione dell'assemblea, di esercitare il diritto di conversione nel termine di trenta giorni dalla pubblicazione*".

Appare preferibile, tuttavia, un'altra autorevole corrente di pensiero<sup>117</sup>, la quale ritiene che l'azzeramento del capitale sociale determini l'azzeramento del rapporto di cambio e l'estinzione del diritto di conversione, ma non il venir meno delle altre situazioni giuridiche, come l'esercizio del diritto di opzione.

Di conseguenza, nel momento in cui la società intenda deliberare la ricostituzione del capitale sociale, anche i titolari di obbligazioni convertibili possono concorrere con gli azionisti alla sottoscrizione dell'aumento del capitale deliberato sulla base dell'originario rapporto di cambio<sup>118</sup>. Solo in questo modo gli obbligazionisti si trasformerebbero in azionisti, altrimenti resterebbero obbligazionisti ordinari.

Infine, nel caso di riduzione del capitale per perdite, non bisogna dimenticare l'applicazione dell'art. 2413 c.c., secondo comma: "*se la riduzione del capitale*

---

<sup>116</sup> CAVALLO BORGIA, *Le obbligazioni convertibili in azioni, cit.*, pag. 166 ss.

<sup>117</sup> CASELLA, *op. cit.*, pag. 240; CAMPOBASSO, *op. cit.*, pag. 464.

<sup>118</sup> DE RITIS, *op. cit.*, pag. 13.

*sociale è obbligatoria, o le riserve diminuiscono in conseguenza di perdite, non possono distribuirsi utili sinché l'ammontare del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili non eguagli la metà dell'ammontare delle obbligazioni in circolazione".*

### **3.5. Riduzione volontaria del capitale e modificazione delle disposizioni dello statuto**

L'art. 2420-bis, co. 4, c.c. dispone: *"la società non può deliberare né la riduzione volontaria del capitale sociale, né la modificazione delle disposizioni dello statuto concernenti la ripartizione degli utili, salvo che ai possessori di obbligazioni convertibili sia stata data la facoltà, mediante l'avviso depositato presso l'ufficio del registro delle imprese almeno novanta giorni prima della convocazione dell'assemblea, di esercitare il diritto di conversione nel termine di trenta giorni dalla pubblicazione".*

La prima operazione presa in considerazione dal citato comma riguarda la riduzione volontaria. Questa, se realizzata mediante riduzione del valore nominale delle azioni, comporta che, nel caso di esercizio del diritto di conversione, gli obbligazionisti acquisteranno una partecipazione societaria identica a quella cui avevano diritto prima della riduzione, ma patrimonialmente subiranno un pregiudizio.

Se, invece, la riduzione si realizza mediante riscatto ed annullamento delle azioni, l'attribuzione a ciascun obbligazionista rappresenta una percentuale di capitale maggiore rispetto a quella stabilita al momento dell'emissione, ma relativa ad un patrimonio netto ridotto.

L'altra operazione societaria considerata dalla norma anzidetta riguarda la modificazione delle clausole statutarie sulla ripartizione degli utili. La

modificazione può avvenire con l'introduzione di norme che derogano al sistema legale o attraverso la modificazione o l'eliminazione di disposizioni contenute nello statuto al momento dell'emissione del prestito obbligazionario. Il pregiudizio, che grava sui titolari di obbligazioni convertibili, sta nella modificazione della redditività delle azioni loro offerte in conversione.

Il legislatore ha, in particolare, salvaguardato gli interessi degli obbligazionisti e della società ammettendo l'esercizio della conversione anticipata, che consente ai titolari di obbligazioni convertibili di acquistare prima del previsto la veste di soci e in conseguenza permette loro di partecipare alle assemblee chiamate a deliberare sulle operazioni straordinarie e di avvalersi di tutti gli strumenti di autotutela preventiva e successiva, propri degli azionisti<sup>119</sup>.

Naturalmente, nel caso di riduzione volontaria, vige sempre l'applicazione del secondo comma dell'art. 2413 c.c.: non possono distribuirsi gli utili, finché l'ammontare del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili non eguagli la metà dell'ammontare delle obbligazioni in circolazione.

L'art. 2420-*bis*, 4 co., c.c. ha suscitato due principali problemi interpretativi relativamente al diritto di conversione anticipata.

Per prima cosa, in dottrina si è discusso sulla sorte degli obbligazionisti che non intendono esercitare la conversione anticipata.

Secondo alcuni<sup>120</sup>, gli obbligazionisti che non si avvalgono di tale facoltà perdono il diritto alla conversione dei titoli (trasformandosi, quindi, in obbligazionisti ordinari), riconoscendo alla società il potere di modificare unilateralmente il prestito obbligazionario, derogando all'art. 2415 c.c.

Secondo altri<sup>121</sup>, il mancato esercizio della conversione anticipata non fa perdere agli obbligazionisti il diritto di esercitare la conversione successivamente. In tal

---

<sup>119</sup> DE RITIS, *op. cit.*, pag. 10.

<sup>120</sup> CAMPOBASSO, *op. cit.*, pagg. 466 ss.

<sup>121</sup> CASELLA, *op. cit.*, pagg. 214 ss.

modo si evita che la società possa modificare unilateralmente le condizioni del prestito.

La seconda questione attiene alla sorte degli obbligazionisti che hanno esercitato la conversione anticipata, nel caso in cui l'assemblea poi non approvi la delibera di riduzione volontaria o di modificazione delle norme dello statuto (la quale aveva determinato la conversione stessa).

È prevalente l'opinione<sup>122</sup> secondo la quale l'obbligazionista che ha esercitato la conversione anticipata non possa più revocare la sua decisione e riacquistare la qualità di obbligazionista. Di conseguenza, la mancata approvazione della delibera non assurge a condizione risolutiva volontaria del contratto di sottoscrizione delle azioni.

Problemi interpretativi, poi, si presentano qualora sia deliberata l'esclusione o la limitazione del diritto di opzione<sup>123</sup>. Alla delibera non partecipano gli obbligazionisti titolari di obbligazioni convertibili e quindi la loro posizione non è tutelata in alcun modo. Non è prevista, infatti, l'adozione di una delibera dell'assemblea dei possessori di obbligazioni convertibili.

L'opinione prevalente<sup>124</sup>, anche se non pacifica, ritiene che la delibera di esclusione del diritto di opzione sarebbe equiparabile ad una delibera modificativa delle condizioni del prestito e quindi inefficace se manca la delibera dell'assemblea dei titolari di obbligazioni convertibili.

Salvo per le modifiche dello statuto riguardanti la ripartizione degli utili, espressamente previste dall'art. 2420-bis, 4 co, c.c., la legge non dispone nulla a tutela degli obbligazionisti convertibili per altre modificazioni dello statuto. La regola generale legittima la società ad adottare le relative delibere ma, tutte le volte che una modifica statutaria possa determinare modificazioni (anche

---

<sup>122</sup> CAVALLO BORGIA, *op. ult. cit.*, pag. 177; DE RITIS, *op. cit.*, pag. 12.

<sup>123</sup> DOMENICHINI, *op. cit.*, pag. 106.

<sup>124</sup> CASELLA, *op. cit.*, pagg. 228 ss.; FERRARA-CORSI, *op. cit.*, pag. 594; CAVALLO BORGIA, *op. ult. cit.*, pag. 177.

indirette) delle condizioni del prestito, si ritiene applicabile la norma dell'art. 2415 c.c. (salva la facoltà di conversione anticipata e l'osservanza dei principi generali di correttezza e buona fede).

### **3.6. Fusione**

La fusione inizialmente era equiparata all'operazione di riduzione volontaria del capitale per esuberanza e modificazione delle disposizioni statutarie in materia di ripartizione degli utili, per la quale era prevista la sola regola della conversione anticipata di cui all'art. 2420-*bis* c.c.<sup>125</sup>.

Dopo una lunga evoluzione normativa con il D.Lgs. 16 gennaio 1991, n. 22, e successive modifiche attuate con il D.Lgs. 17 gennaio 2003, n. 6, è stato introdotto nel codice civile l'art. 2503-*bis* che dispone: *“I possessori di obbligazioni delle società partecipanti alla fusione possono fare opposizione a norma dell'articolo 2503, salvo che la fusione sia approvata dall'assemblea degli obbligazionisti.*

*Ai possessori di obbligazioni convertibili deve essere data facoltà, mediante avviso da pubblicarsi nella Gazzetta Ufficiale della Repubblica italiana almeno novanta giorni prima della iscrizione del progetto di fusione, di esercitare il diritto di conversione nel termine di trenta giorni dalla pubblicazione dell'avviso.*

*Ai possessori di obbligazioni convertibili che non abbiano esercitato la facoltà di conversione devono essere assicurati diritti equivalenti a quelli loro spettanti prima della fusione, salvo che la modificazione dei loro diritti sia stata approvata dall'assemblea prevista dall'articolo 2415.”*

---

<sup>125</sup> FERRUCCI-FERRENTINO, *op. cit.*, pag. 873; DE RITIS, *op. cit.*, pag. 10; CAVALLO BORGIA, *Commento all'art. 2420-bis*, in *Commentario del codice civile Scialoja-Branca, Della società per azioni*, cit., pag. 279.

Al primo comma si nota come gli interessi da salvaguardare siano quelli degli obbligazionisti in genere, senza bisogno di distinzione tra titolari di obbligazioni convertibili e titolari di obbligazioni ordinarie. Tutti gli obbligazionisti, quindi, possono opporsi all'operazione come qualsiasi altro creditore della società in virtù del richiamato art. 2503 c.c., salvo il caso in cui la fusione sia stata approvata dalla loro assemblea.

I commi successivi al primo invece si applicano ai soli titolari di obbligazioni convertibili e precisamente: al secondo comma gli si attribuisce la facoltà di esercitare anticipatamente la conversione e al terzo comma, per coloro che non hanno esercitato tale opzione, la possibilità di modificare i propri diritti derivanti dal prestito. Nel caso in cui gli obbligazionisti rinuncino ad entrambe le possibilità - di conversione anticipata e di modificazione delle condizioni del prestito - devono essere garantiti diritti equivalenti a quelli che spettavano loro prima della fusione.

Con particolare riguardo al secondo comma, si evince che la delibera di fusione vale solo se è stata data la possibilità di convertire anticipatamente le obbligazioni convertibili.

La società è obbligata a pubblicare nella Gazzetta Ufficiale della Repubblica italiana, almeno novanta giorni prima dell'iscrizione del progetto di fusione, un avviso nel quale si dia la possibilità di conversione anticipata. L'avviso dovrà indicare le società coinvolte nell'operazione e il tipo di fusione che si vuole attuare; il contenuto non può essere molto preciso in quanto mancano ancora i dati per definirlo (per esempio non si conoscono ancora, per l'appunto, le richieste di conversione anticipata e quindi le conseguenze che comportano su rapporto di cambio, modalità di assegnazione delle azioni e altri termini connessi).

I titolari di obbligazioni convertibili, che intendono esercitare l'opzione di conversione anticipata, possono richiederla entro trenta giorni dalla pubblicazione dell'avviso.

Di conseguenza, dalla pubblicazione dell'avviso all'ultimo termine concesso per l'esercizio della conversione, rimangono almeno sessanta giorni di tempo, in cui gli amministratori possono definire tutti i dettagli della fusione, tenendo conto delle eventuali richieste di conversione anticipata<sup>126</sup>.

Con particolare riguardo al terzo comma e precisamente nell'ultima parte, il legislatore concede ai titolari di obbligazioni convertibili, che non abbiano scelto la conversione anticipata, di poter approvare nella loro assemblea la modifica dei loro diritti. Si tratta di un richiamo di quanto è già stabilito come regola generale all'art. 2415, co. 1, c.c., il quale individua i compiti dell'assemblea.

Relativamente alla modifica dei diritti derivanti dal prestito, ci si è interrogati se tale facoltà possa arrivare ad eliminare il diritto di conversione<sup>127</sup>.

Una parte della dottrina<sup>128</sup> ritiene che nel caso in cui la società emittente le obbligazioni convertibili proceda con un'operazione di fusione, la stessa tuteli gli obbligazionisti garantendo loro la possibilità di convertire anticipatamente i titoli e di conseguenza risulti legittima l'eventuale successiva delibera dell'assemblea che elimina il diritto di conversione.

L'altra parte della dottrina<sup>129</sup> invece ritiene che la soppressione del diritto di conversione sia preclusa all'assemblea degli obbligazionisti, perché comporta una modifica strutturale del prestito e di conseguenza non sia sufficiente un'approvazione a maggioranza, ma occorra il consenso unanime.

Sempre con riguardo al terzo comma, agli obbligazionisti che non hanno optato né per la conversione anticipata né per la modifica dei loro diritti derivanti dal

---

<sup>126</sup> DOMENICHINI, *op. cit.*, pagg. 197 s.

<sup>127</sup> FERRUCCI-FERRENTINO, *op. cit.*, pag. 875.

<sup>128</sup> PISANI, *Scissione in pendenza di prestito obbligazionario*, in *Riv. soc.*, 1997, pagg. 389 s.

<sup>129</sup> MARCHETTI, *Appunti sulla nuova disciplina delle fusioni*, in *Riv. not.*, 1991, pag. 26.

prestito, devono essere assicurati diritti equivalenti a quelli di cui godevano prima della fusione. Ciò significa che dopo la fusione, agli obbligazionisti viene garantito lo stesso il diritto di conversione, in misura equivalente in termini patrimoniali ed amministrativi. Ad esempio possono essere sostituite le obbligazioni con altri titoli dello stesso valore oppure per gli obbligazionisti che vogliono esercitare la conversione si può mantenere la facoltà di acquistare la stessa percentuale del nuovo capitale sociale. Esistono diverse modalità per mantenere assicurati diritti equivalenti agli obbligazionisti, poiché variano in base al tipo di fusione che la società emittente intende realizzare<sup>130</sup>.

Se la fusione è omogenea, ossia tra società dello stesso tipo (tra società di capitali o tra società di persone), può essere realizzata in tre diversi modi<sup>131</sup>:

- a) fusione per incorporazione, dove la società emittente è incorporante;
- b) fusione per incorporazione, dove la società emittente è incorporata;
- c) fusione in senso stretto con trasferimento del prestito obbligazionario alla società risultante dalla fusione.

Nella prima ipotesi, la società emittente si fonde con un'altra e la incorpora.

Se la società emittente/incorporante non aumenta il proprio capitale sociale, non c'è bisogno di applicare alcun provvedimento tra quelli stabiliti all'art. 2503-bis. Infatti, in questo caso non c'è bisogno di assicurare diritti equivalenti alla situazione antecedente, poiché gli obbligazionisti non hanno subito alterazioni, in quanto la fusione non ha comportato il trasferimento del debito obbligazionario all'altra società, né una variazione del capitale, né una modifica del valore nominale delle azioni. Di conseguenza, non è necessario attribuire agli obbligazionisti il diritto di conversione anticipata, perché essi continueranno a mantenere l'originaria scadenza, con il medesimo rapporto di

---

<sup>130</sup> FERRUCCI-FERRENTINO, *op. cit.*, pagg. 876 ss.

<sup>131</sup> CAVALLO BORGIA, *op. ult. cit.*, pag. 279.

cambio, che permette loro di acquisire la stessa percentuale societaria stabilita inizialmente.

Invece, se la società emittente/incorporante aumenta il proprio capitale sociale, per emettere nuove azioni da attribuire ai soci della incorporata, la dottrina si interroga sulla necessità di applicare qualche provvedimento o meno.

Secondo parte della dottrina<sup>132</sup>, l'assenza di provvedimenti causerebbe un danno ai titolari di obbligazioni convertibili, i quali si troverebbero ad avere diritto ad una partecipazione societaria minore rispetto a quella a cui avevano diritto antecedentemente all'operazione di fusione, ne caso in cui esercitassero il diritto alla conversione. Quindi, tale orientamento ritiene necessario che la società emittente/incorporante aumenti il capitale sociale a servizio della conversione e provveda a modificare il rapporto di cambio, in modo tale che gli obbligazionisti possano mantenere diritti equivalenti a quelli previsti nella situazione antecedente e quindi aver diritto alla stessa percentuale di capitale prestabilita. Si può osservare che tale soluzione (aumento di capitale e modifica del rapporto di cambio) sia la medesima già ipotizzata per l'operazione di aumento gratuito del capitale, anche se la fusione presenta piuttosto delle analogie con l'operazione di aumento del capitale a pagamento. Infatti, nell'aumento gratuito di capitale sociale, il patrimonio della società resta inalterato perché si movimentano solo le poste di bilancio incluse nel patrimonio netto, invece nell'aumento a pagamento, come nella fusione, si realizza un vero incremento per un valore corrispondente a quello della società incorporata, che comporta anche l'aumento del capitale sociale.

Altra parte della dottrina<sup>133</sup> osserva che l'operazione di fusione mediante aumento del capitale sociale pregiudica, ancor prima dei titolari di obbligazioni

---

<sup>132</sup> LAMBERTI, *Obbligazioni convertibili in azioni e vicende societarie in pendenza del prestito*, in *Giur. it.*, Volume IV, 1993, pag. 38.

<sup>133</sup> DOMENICHINI, *op. cit.*, pagg. 197 s.

convertibili, gli azionisti che vedono ridursi la percentuale di partecipazione posseduta dalle azioni detenute. Per questo motivo la società emittente/incorporata, che aumenta il capitale sociale per far fronte all'operazione di fusione, non è necessario che osservi la disposizione dell'art. 2503-bis c.c. e applichi i provvedimenti di tutela a favore degli obbligazionisti, poiché i loro diritti non vengono intaccati<sup>134</sup>.

Nella seconda e terza ipotesi (fusione per incorporazione, dove la società emittente è incorporata e fusione in senso stretto), invece si considera necessaria l'applicazione di particolari provvedimenti per assicurare ai titolari di obbligazioni convertibili diritti equivalenti a quelli antecedenti rispetto l'operazione di fusione.

In queste due ipotesi la società emittente, a seguito della fusione, si estingue e quindi bisogna attribuire alle obbligazioni convertibili delle nuove azioni della società incorporante o della nuova costituita. La società emittente che verrà estinta con la fusione produrrà il capitale da deliberare in aumento (a servizio della conversione) a favore della società incorporante o quella costituita *ex novo* dalla fusione, rispettivamente nei casi. L'aumento di capitale sarà determinato considerando il nuovo rapporto di cambio tra obbligazioni e azioni, che è il risultato della combinazione di altri due rapporti: obbligazioni convertibili su azioni della società emittente/estinta e azioni di quest'ultima società su azioni della società incorporante o risultante dalla fusione in senso stretto. Tale rapporto di cambio proprio per essere il risultato di questa combinazione di ulteriori rapporti viene detto "doppio rapporto di cambio"<sup>135</sup>.

---

<sup>134</sup> SPOLIDORO, *Fusioni e scissioni di società*, Torino, 1994, pag.123; DOMENICHINI, *op. cit.*, pagg. 197 s.

<sup>135</sup> GUERRERA, *I warrants azionari nelle operazioni di aumento di capitale*, Torino, 1995, pag. 303.

### 3.7. Scissione

L'art. 2506-ter, co. 5, c.c. dispone: *“Sono altresì applicabili alla scissione gli articoli 2501 septies, 2502, 2502 bis, 2503, 2503 bis, 2504, 2504 ter, 2504 quater, 2505 primo e secondo comma, 2505 bis e 2505 ter. Tutti i riferimenti alla fusione contenuti in detti articoli s'intendono riferiti anche alla scissione.”*

In virtù del rinvio sopra riportato, l'art. 2503-bis c.c., visto in precedenza per l'operazione di fusione, si applica anche nel caso di scissione<sup>136</sup>.

Quindi, secondo quanto stabilito dall'art. 2503-bis, co. 1, c.c., gli obbligazionisti in genere, come per la fusione, anche per la scissione possono opporsi, salvo che l'operazione non sia stata approvata dall'assemblea degli obbligazionisti.

Inoltre, secondo quanto stabilito dall'art. 2503-bis, co. 2, c.c., anche in ogni caso in cui la società intenda procedere con una scissione deve essere data la possibilità agli obbligazionisti di optare per la conversione anticipata. In comune alla disciplina della fusione sono anche i termini di pubblicazione dell'avviso sulla Gazzetta Ufficiale della Repubblica italiana (almeno novanta giorni prima dell'iscrizione del progetto di scissione) e di esercizio del diritto di conversione concesso (entro trenta giorni dalla pubblicazione dell'avviso).

Infine, secondo quanto stabilito dall'art. 2503-bis, co. 3, c.c., i titolari di obbligazioni convertibili che non abbiano scelto la conversione anticipata, possono approvare in assemblea la modifica dei loro diritti, come previsto dall'art. 2415, co. 1, c.c. Come visto in precedenza per la fusione, anche per la scissione, la dottrina si interroga se la modifica dei diritti derivanti dal prestito possa arrivare ad eliminare il diritto di conversione. Le considerazioni sono le medesime e l'orientamento preferibile osserva che la facoltà di eliminare il diritto di conversione è preclusa agli obbligazionisti, perché comporterebbe una

---

<sup>136</sup> CAVALLO BORGIA, *Commento all'art. 2420-bis*, in *Commentario del codice civile Scialoja-Branca, Della società per azioni*, cit., pag. 282.

modifica strutturale del prestito che richiederebbe il consenso unanime degli obbligazionisti e non solo un'approvazione a maggioranza.

Sempre secondo quanto stabilito al terzo comma, ai titolari di obbligazioni convertibili che non hanno optato né per la conversione anticipata né per la modifica dei loro diritti derivanti dal prestito, devono essere assicurati diritti equivalenti a quelli di cui godevano prima della scissione<sup>137</sup>. Anche per l'operazione di scissione esistono diversi tipi di diritti equivalenti e varie modalità per mantenerli assicurati agli obbligazionisti. In linea generale, come per la fusione, il fine deve essere quello di salvaguardare i diritti sia di natura patrimoniale che amministrativa e mantenere il diritto di conversione anche dopo l'operazione di scissione. Di conseguenza, questo vale solo se la scissione avviene tra società dello stesso tipo (scissione omogenea) e considerando che sono soltanto le S.p.A. e le S.a.p.A. a poter emettere obbligazioni convertibili, l'operazione potrà coinvolgere solo questi tipi sociali.

La scissione può attuarsi in diversi modi, innanzitutto può essere totale oppure parziale<sup>138</sup>: nel primo caso viene trasferito alle società beneficiarie l'intero patrimonio della società scissa, invece nel secondo caso solo una parte. Inoltre, la scissione può avvenire in senso stretto o per incorporazione: nel primo caso le società beneficiarie vengono costituite in occasione della scissione, invece nel secondo caso preesistevano all'operazione. Le varie tipologie combinate tra loro comportano quattro scenari diversi di riferimento per trovare le misure appropriate alla salvaguardia degli obbligazionisti<sup>139</sup>.

La prima ipotesi considerata è quella della scissione totale in senso stretto, quindi quando una società si scinde totalmente a favore di due o più società costituite *ad hoc*. La scissa si estingue e le obbligazioni che aveva emesso

---

<sup>137</sup> CALVOSA, *op. cit.*, pag. 965.

<sup>138</sup> CAVALLO BORGIA, *op. ult. cit.*, pag. 286.

<sup>139</sup> FERRUCCI-FERRENTINO, *op. cit.*, pagg. 883 ss.

vengono attribuite alle nuove società secondo quanto stabilito nel progetto di scissione. Le nuove società al fine di garantire sempre l'esercizio della conversione agli obbligazionisti dovranno: fissare un capitale sociale ordinario, deliberare un aumento a servizio della conversione e stabilire un nuovo rapporto di cambio tra obbligazioni ed azioni che sarà dato dal rapporto tra azioni della scissa e azioni delle beneficiarie<sup>140</sup>.

La seconda ipotesi considerata è quella della scissione totale per incorporazione, quindi quando una società si scinde totalmente a favore di due o più società che già esistevano prima di tale operazione. La scissione totale per incorporazione è analoga alla fusione per incorporazione, perché in entrambi i casi la scissa è l'incorporata e le beneficiarie sono le incorporanti.

Come per la prima ipotesi, anche in questa, la scissa si estingue e le obbligazioni che aveva emesso vengono attribuite alle beneficiarie secondo quanto stabilito nel progetto di scissione. Quest'ultime dovranno, come visto, deliberare un aumento a servizio della conversione e stabilire un rapporto di cambio tra obbligazioni ed azioni della beneficiaria che sarà dato dal rapporto tra azioni della scissa e azioni delle beneficiarie.

Nel caso in cui, invece, le obbligazioni convertibili siano state emesse da una delle società beneficiarie, la scissa si estingue e la incorporante (emittente le obbligazioni) non occorre che addotti nessuna protezione di salvaguardia per i propri obbligazionisti perché non sussistono i motivi che normalmente la giustificano.

La terza ipotesi considerata è quella della scissione parziale in senso stretto, quindi quando una società si scinde parzialmente a favore di una o più società costituite ad hoc. La scissa non si estingue e perciò le obbligazioni che aveva

---

<sup>140</sup> GUERRERA, *op. cit.*, pag. 303.

emesso possono permanere a sé stessa oppure essere attribuite alle nuove società.

Se si opta il trasferimento alle nuove società, come visto nella prima ipotesi, per garantire l'esercizio della conversione, esse dovranno: fissare un capitale sociale ordinario, deliberare un aumento a servizio della conversione e stabilire un nuovo rapporto di cambio tra obbligazioni ed azioni che sarà dato dal rapporto tra azioni della scissa e azioni delle beneficiarie.

Se invece, le obbligazioni convertibili rimangono a capo della società scissa, questa dovrà osservare quanto stabilito all'art. 2420-*bis*, co. 4, c.c., poiché si troverà nella situazione di riduzione volontaria del capitale, come visto nel capitolo 3.5 precedente.

La quarta ed ultima ipotesi considerata è quella della scissione parziale per incorporazione, quindi quando una società si scinde parzialmente a favore di una o più società che già esistevano prima di tale operazione. Come per la terza ipotesi, la scissa non si estingue e perciò le obbligazioni che aveva emesso possono permanere a sé stessa oppure essere attribuite alle nuove società. Le soluzioni per entrambi i casi sono identiche a quelle dell'ipotesi precedente: se si opta per il trasferimento delle obbligazioni convertibili alle nuove società, esse dovranno deliberare l'aumento di capitale e fissare il nuovo rapporto di cambio, se invece rimangono in capo alla scissa, essa dovrà osservare quanto stabilito all'art. 2420-*bis*, co. 4, c.c.

Nel caso in cui, invece, le obbligazioni convertibili siano state emesse da una delle società beneficiarie, anche in questo caso la scissa non si estingue e la incorporante (emittente le obbligazioni) non avrà bisogno di adottare nessuna protezione per i propri obbligazionisti perché i loro interessi non vengono intaccati. La soluzione è la medesima a quella già vista alla seconda ipotesi.

### 3.8. Altre vicende societarie

Le uniche due norme di riferimento per disciplinare le operazioni societarie adottate in presenza di obbligazioni convertibili sono gli artt. 2420-*bis* e 2503-*bis* c.c. Tutte le operazioni che non vengono citate in questi due articoli non sono soggette ad alcuna disciplina particolare.

Quindi, in linea generale, una società che ha emesso obbligazioni, convertibili o meno, è libera di compiere tutte le operazioni economiche che ritiene necessarie, salvo i limiti previsti da queste norme che sono già stati esaminati nei paragrafi precedenti.

Il principio generale, talvolta incontra delle eccezioni, per esempio quando la società che abbia emesso un prestito obbligazionario convertibile intenda trasformarsi in un'altra forma giuridica.

Innanzitutto, il primo ostacolo riguarda, come per le obbligazioni ordinarie, la facoltà di trasformarsi solamente in società che abbiano la possibilità di emettere tali titoli. In caso contrario, affinché l'operazione non sia nulla, occorre estinguere anticipatamente il prestito<sup>141</sup>.

Inoltre, la società deve prevedere delle forme di tutela per gli obbligazionisti, quali il rimborso anticipato delle obbligazioni o la novazione del prestito obbligazionario in mutuo ordinario. Con particolare riguardo alle obbligazioni convertibili, si aggiunge anche la possibilità concessa ai detentori di tali titoli di esercitare la conversione anticipata, come previsto per le operazioni di riduzione volontaria del capitale, di modificazione delle disposizioni riguardanti la distribuzione degli utili e di fusione<sup>142</sup>.

Quindi, una società che abbia emesso obbligazioni convertibili, deve dare la possibilità ai possessori di tali titoli di convertirli anticipatamente alla modifica.

---

<sup>141</sup> DE RITIS, *op. cit.*, pag. 10.

<sup>142</sup> *Ibidem*.

Questa possibilità deve essere stabilita nel Regolamento di emissione e se questo non ne fa menzione è la società a concederla a seguito del consenso approvato a maggioranza dall'assemblea degli obbligazionisti<sup>143</sup>. Se gli obbligazionisti non optano per la conversione anticipata, la società garantisce loro il rimborso anticipato o la novazione del prestito obbligazionario in mutuo ordinario.

Un'altra eccezione al principio generale è prevista quando la società che abbia emesso un prestito obbligazionario convertibile intenda distribuire riserve agli azionisti.

La disciplina delle obbligazioni stabilisce all'art. 2413, co. 1, c.c. che la società non può distribuire riserve se rispetto all'ammontare delle obbligazioni ancora in circolazione il limite di cui all'art. 2412, co. 1, c.c. non risulta più rispettato. Quindi rispetto le obbligazioni emesse, il capitale sociale, la riserva legale e le riserve disponibili non devono andare al di sotto di una determinata soglia specifica al caso che sarà in esame. Tali limiti valgono per la distribuzione sia di riserve statutarie che di riserve facoltative, già costituite quando il prestito obbligazionario è stato emesso. Per le riserve costituite dopo l'emissione del prestito e quindi non tenute in considerazione per la fissazione del limite quantitativo massimo delle obbligazioni emettibili, non vi è alcun limite e possono essere in qualsiasi momento ridotte del valore che si vuole.

Con particolare riguardo alla società che ha emesso obbligazioni convertibili e che intende distribuire riserve, la disciplina di riferimento è sempre l'art. 2420-*bis*, co. 4, c.c. perché si qualifica come operazione che incide sulle modalità di distribuzione degli utili. Di conseguenza agli obbligazionisti viene concessa la facoltà di convertire anticipatamente i titoli secondo le modalità previste.

---

<sup>143</sup> CAMPOBASSO, *op. cit.*, pag. 470.

Un'altra operazione societaria alla quale prestare attenzione quando vi è la presenza di obbligazioni convertibili è quella di mutamento dell'oggetto sociale. La dottrina prevalente<sup>144</sup> ritiene che tale mutamento non pregiudichi nessun interesse degli obbligazionisti e quindi non è necessario imporre nessun limite alla salvaguardia della posizione degli stessi. Tuttavia, l'altra parte fa emergere che tale cambiamento, se non è giustificato, può alterare in negativo le prospettive derivanti dalla conversione e quindi in questo caso la delibera di mutamento potrebbe essere considerata nulla.

Ancora, un'altra operazione societaria su cui porre l'attenzione è quella di trasferimento della sede sociale all'estero ed in particolare in un Paese dove è prevista una tutela minore per i titolari di obbligazioni convertibili o addirittura non è proprio previsto tale istituto. La dottrina prevalente<sup>145</sup> ritiene sempre ammissibile la delibera di trasferimento, con la precisazione che se non viene concessa agli obbligazionisti la facoltà di convertire anticipatamente i titoli, la società può essere accusata di inadempimento contrattuale derivante dalla modificazione delle condizioni del prestito.

Anche l'operazione di modifica del regime giuridico delle azioni della società può incidere sulla posizione giuridica dei titolari di obbligazioni convertibili. Per esempio se la società intende introdurre dei limiti alla circolazione delle azioni, le servirà preventivamente l'approvazione da parte dell'assemblea degli obbligazionisti, poiché tale operazione può comportare delle modifiche alle condizioni originarie del prestito.

Quando la società si trova in procinto di sciogliersi, la dottrina si divide sulla sorte del diritto di conversione.

---

<sup>144</sup> CAMPOBASSO, *op. cit.*, pag. 471.

<sup>145</sup> *Ibidem*.

Una parte<sup>146</sup> sostiene che qualora lo scioglimento abbia effetto prima dell'inizio del termine per la conversione delle obbligazioni, tale diritto si estingue, perché in caso contrario bisognerebbe aspettare l'ultimo termine di conversione concesso, calcolare i debiti, i crediti e stabilire quali sono i soci a cui spetta l'eventuale attivo di liquidazione.

L'altra parte della dottrina<sup>147</sup> invece sostiene che qualora lo scioglimento sia anticipato, bisogna offrire agli obbligazionisti la facoltà di conversione anticipata. La motivazione è che con tale operazione lo scopo della società cambia da lucrativo a liquidatorio, incidendo sui diritti patrimoniali dei soci e modificando le disposizioni riguardanti la distribuzione degli utili. Di conseguenza si rende applicabile l'art. 2420-*bis*, co. 4, c.c.

Tra le due correnti di pensiero, è preferibile<sup>148</sup> ritenere che lo scioglimento anticipato non incide sul diritto di conversione. Infatti, la legge ha disciplinato tutti i casi in cui si rende necessaria tassativamente la conversione anticipata e questo non rientra tra uno specifico caso, nemmeno nell'operazione di modifica delle disposizioni riguardanti la distribuzione degli utili.

Infine, un'altra fase societaria alla quale prestare attenzione, in particolar modo in presenza di obbligazioni, è quella del fallimento.

Quando una società fallisce, a prescindere dal tipo di obbligazioni emesse, si applicano gli artt. 55, co. 2, e 58 della Legge Fallimentare.

Parte minoritaria della dottrina<sup>149</sup> ritiene che, durante questa fase, il valore delle obbligazioni convertibili è basato sul loro valore nominale e sul valore attribuito al diritto di conversione.

---

<sup>146</sup> COLUSSI, *Problemi delle obbligazioni convertibili in azioni*, in *Riv. dir. civ.*, I, 1967, pagg. 42 ss.

<sup>147</sup> BUSSOLETTI, *La posizione dei possessori di obbligazioni convertibili nell'ordinamento italiano*, in *Riv. dir. comm.*, I, 1980, pag. 47.

<sup>148</sup> CAMPOBASSO, *op. cit.*, pag. 471.

<sup>149</sup> POLI, *Obbligazioni convertibili e fallimento*, in *Riv. soc.*, 1976, pagg. 1120 ss.

Normalmente<sup>150</sup>, però, il valore delle obbligazioni che è incluso nella massa fallimentare è calcolato considerando solamente il valore nominale dei titoli e non il valore da attribuirsi al diritto di conversione. Non si considera il valore di conversione perché innanzitutto è difficile da quantificare a livello pratico e poi perché, essendo tale diritto un patto di opzione e quindi con carattere unilaterale, non ha valore patrimoniale, con la conseguenza che non è più applicabile l'art. 59 della Legge Fallimentare.

---

<sup>150</sup> CAMPOBASSO, *op. cit.*, pag. 440; CASELLA, *op. cit.*, pagg. 243 s.; MODICA, *op. cit.*, pag. 89.

## CAPITOLO IV

### *CASI SOCIETARI*

#### **4.1. Emissione di obbligazioni convertibili**

##### CASO<sup>151</sup>

Una società per azioni ha un capitale sociale di euro 500.000,00, interamente versato, composto da 500.000 azioni da euro 1,00 ciascuna.

Dall'ultimo bilancio di esercizio risulta una perdita complessiva di euro 100.000,00 che non è mai stata ridotta.

È intenzione della società emettere un prestito obbligazionario convertibile di valore pari ad euro 1.000.000,00 (1.000.000 obbligazioni da euro 1,00 ciascuna), quindi con il seguente rapporto di cambio: un'azione ogni due obbligazioni.

##### SVOLGIMENTO

Le società per azioni ricorrono normalmente all'emissione del prestito obbligazionario per procurarsi capitale, a titolo di debito, che faccia fronte alle esigenze economiche dell'attività esercitata.

Abbiamo visto che il legislatore, al fine di garantire un equilibrio nella distribuzione del rischio fra azionisti e obbligazionisti e un corretto uso delle risorse finanziarie investite, pone un limite quantitativo all'emissione delle obbligazioni. Precisamente l'art. 2412, co. 1, c.c., dispone che il valore complessivo di tali titoli non può eccedere il *"doppio del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato"*.

Per capitale sociale, non si intende quello effettivamente versato, ma quello che i soci si sono impegnati a versare, quindi quello sottoscritto<sup>152</sup>. Nel caso in

---

<sup>151</sup> FERRUCCI-FERRENTINO, *op. cit.*, pagg. 890 ss.

esame in cui il capitale sottoscritto non coincide con quello effettivo a causa della perdita, per calcolare il limite massimo all'emissione di obbligazioni si considera la maggior somma data dal capitale sottoscritto.

Inoltre, per ultimo bilancio approvato, non si intende necessariamente quello di esercizio, ma anche un eventuale bilancio infrannuale o straordinario. Quindi affinché la società possa calcolare con precisione il limite massimo concesso all'emissione di obbligazioni deve predisporre un bilancio che contenga capitale sociale e riserve aggiornati. In particolare, la predisposizione di un bilancio straordinario diventa obbligatoria quando sorgono rilevanti (come in questo caso che le perdite superano di un terzo il capitale) perdite di periodo, ovvero sorte nell'arco di tempo che intercorre dall'approvazione dell'ultimo bilancio di esercizio e la decisione di emettere obbligazioni.

Dato che nel caso in esame la società intende emettere obbligazioni convertibili, anziché ordinarie, la disciplina generale va integrata con quanto stabilito all'art. 2420-bis c.c.

Tale norma stabilisce che la società oltre a deliberare l'emissione del prestito obbligazionario convertibile dovrà contestualmente deliberare un aumento di capitale a servizio della conversione (di un valore pari alle azioni da attribuire in conversione). E' sufficiente la deliberazione, poiché l'esecuzione dell'aumento è differita nel tempo, frazionata e progressiva, in base al programma di conversione e al numero di obbligazionisti che si avvalgono di tale facoltà.

Inoltre, per procedere con la delibera di emissione del prestito obbligazionario convertibile, il capitale sociale deve essere effettivamente versato per l'intero. Non è sufficiente che il capitale sia solo sottoscritto, deve essere anche versato, quindi effettivamente esistente, poiché con l'emissione del prestito poi si deve

---

<sup>152</sup> Secondo la dottrina prevalente, vedi CAMPOBASSO, *La riforma delle società di capitali e delle cooperative*, Torino, 2003, pag. 177.

procedere anche con l'aumento a servizio della conversione. Anche nel caso in cui ci siano perdite, come nell'ipotesi in esame, la società non può deliberare l'emissione del prestito, ma deve prima ricostituire l'entità iniziale reale del capitale sociale.

Riassumendo quindi, quando vengono emesse obbligazioni convertibili, bisogna osservare sia il limite massimo concesso del prestito, dato dal doppio del capitale e delle riserve, sia l'esistenza reale del capitale sociale.

In conclusione, nel caso proposto, al fine di emettere obbligazioni convertibili, i soci dovranno preliminarmente ridurre il capitale sociale da euro 500.000,00 a euro 400.000,00 a causa della perdita e contestualmente integrare euro 100.000,00 per ripristinare realmente il valore originario. Nella pratica sia per evitare la doppia operazione, prima di riduzione e poi di aumento, sia per non mettere a conoscenza i terzi della perdita, ci si avvale spesso dei cosiddetti versamenti a fondo perduto.

Successivamente, verificato il rispetto del limite quantitativo massimo al valore del prestito, si potrà procedere con la delibera di emissione delle obbligazioni convertibili e con la contestuale delibera di aumento di capitale sociale per l'ammontare corrispondente al valore nominale delle azioni da attribuire in conversione, senza aspettare che gli obbligazionisti esercitino la conversione.

## **4.2. Emissione di obbligazioni convertibili indicizzate**

### CASO<sup>153</sup>

Una società per azioni ha un capitale sociale di euro 1.000.000,00, interamente versato, composto da 1.000.000 azioni da euro 1,00 ciascuna.

---

<sup>153</sup> FERRUCCI-FERRENTINO, *op. cit.*, pagg. 895 ss.

Il 20 marzo 2018 è stato deliberato dall'assemblea straordinaria un prestito obbligazionario convertibile di valore pari ad euro 300.000 (300.000 obbligazioni da euro 1,00 ciascuna), quindi con il seguente rapporto di cambio: un'azione ogni tre obbligazioni. Contestualmente alla delibera di emissione del prestito è stato deliberato anche l'aumento di capitale per il valore corrispondente alla azioni da attribuire in conversione, quindi euro 100.000,00.

Il 31 agosto 2018 è stata convocata l'assemblea straordinaria per aumentare il capitale sociale di euro 2.000.000,00 mediante imputazione di riserve e delegare all'amministratore il compito di emettere un ulteriore prestito obbligazionario di valore pari ad euro 300.000,00 (300.000 obbligazioni, convertibili e indicizzate, da euro 1,00 ciascuna,).

#### SVOLGIMENTO

Come previsto dall'art. 2420-*bis*, co. 6, c.c., nel caso di aumento gratuito del capitale, mediante imputazione di riserva, il rapporto di cambio tra azioni e obbligazioni deve mutare in proporzione alla variazione. Come visto in precedenza nel paragrafo 3.3, lo scopo è quello di assegnare anche ai titolari di obbligazioni convertibili che esercitano il diritto, ciò che gli azionisti ottengono gratuitamente senza apportare nuovi conferimenti. Tale modifica parifica la posizione dell'obbligazionista, che vuole esercitare la conversione, con quella dell'azionista, permettendogli di ottenere un numero maggiore di azioni per non alterare il suo peso all'interno della società.

Inoltre, a norma dell'art. 2420-*ter* c.c., l'assemblea ha deciso di delegare l'operazione di emissione del prestito agli amministratori.

È intenzione della società emettere il prestito attraverso non solo obbligazioni convertibili, ma anche indicizzate. Come visto nel paragrafo 1.1 il portatore di obbligazioni ordinarie conosce sia il valore di rimborso alla scadenza del prestito, sia l'ammontare di interessa di cui ha diritto periodicamente, a

differenza del portatore di obbligazioni indicizzate che non conosce tali valori, poiché varieranno in riferimento ad alcuni indici, interni o esterni alla società. Lo scopo delle obbligazioni indicizzate è quello di ridurre il rischio della svalutazione monetaria oppure quello delle variazioni del tasso di interesse di mercato.

La varietà di obbligazioni indicizzate è molto vasta, perché ognuna si differenzia in base all'indice finanziario che è stato preso di riferimento. I parametri tipici a cui si decide di collegare l'andamento delle obbligazioni sono l'indice di svalutazione monetaria e il costo della vita.

Inoltre, in virtù di quanto stabilito all'art. 2411, co. 2, c.c., si può emettere anche un prestito indicizzato negli interessi, in cui tempi ed entità della corresponsione agli interessi può variare in base a parametri oggettivi sia interni che esterni alla società. Tale disposizione non specifica se si può emettere anche un prestito indicizzato nel capitale, in cui il valore di rimborso può variare in base a dei parametri oggettivi. La tesi prevalente ritiene che l'unico valore a cui bisogna fare riferimento è quello di emissione per poter osservare il rispetto del limite quantitativo massimo all'emissione delle obbligazioni e di conseguenza garantire l'equilibrio finanziario. Quindi, per motivi di prudenza l'emissione del prestito obbligazionario conviene effettuarlo limitatamente attraverso obbligazioni indicizzate solo agli interessi e non al capitale.

#### **4.3. Verbale di aumento gratuito del capitale sociale**

Sempre con riguardo all'operazione straordinaria di aumento gratuito del capitale sociale, vista nel paragrafo 3.3, in approfondimento viene proposto un

esempio di verbale di assemblea, necessariamente redatto da un notaio per poter procedere con questa operazione.

In particolare in questo esempio si utilizza la tecnica dell'aumento in parte accantonato, visto come prima ipotesi nel medesimo capitolo.

Riassumendo, tale tecnica prevede, una deliberazione complessiva dell'operazione, l'imputazione a capitale delle riserve e l'assegnazione immediata agli azionisti di una parte dell'aumento avvenuto.

Successivamente viene assegnata ai titolari di obbligazioni convertibili la restante parte di aumento di capitale, attraverso l'accantonamento in una specifica riserva. Quanto aumento di capitale riservare ad azionisti e quanto ad obbligazionisti lo si ricava rapportando l'originario valore di capitale a servizio della conversione con l'ammontare di capitale sociale, anteriore all'aumento, sommato al capitale a servizio del prestito obbligazionario.

In questo esempio l'aumento gratuito di capitale si realizza attraverso l'emissione di nuove azioni, quindi viene anche modificato il rapporto di cambio per permettere agli obbligazionisti che vogliono esercitare la conversione di ottenere un numero maggiore di azioni in modo da non alterare il loro peso all'interno della società. Quindi, nella fase in cui l'obbligazionista opta per la conversione, la società integra l'originario capitale a servizio della conversione con la riserva accantonata per la parte di aumento di capitale assegnato agli obbligazionisti, cosicché da garantirgli un maggior numero di azioni.

Nel caso in cui tutti gli obbligazionisti optano per la conversione la riserva di accantonamento si esaurirà, se invece solo una parte di essi esercita l'opzione rimane inutilizzata una parte che potrà essere liberamente utilizzata dalla società.<sup>154</sup>

---

<sup>154</sup> FERRUCCI-FERRENTINO, *Atti tra vivi di diritto commerciale*, Milano, 2013, pagg. 166 ss.

Nell'esempio proposto la società presenta un capitale sociale di euro 600.000,00 (600.000 azioni da euro 1,00 ciascuna), una riserva disponibile di euro 900.000,00 e un prestito obbligazionario convertibile di euro 300.000,00 (300.000 obbligazioni convertibili da euro 1,00) . Il rapporto di cambio tra obbligazioni convertibili e azioni è di 2:1, di conseguenza il capitale a servizio ammonta ad euro 150.000,00.

Della riserva disponibile di euro 900.000,00, euro 720.000,00 andranno ad aumentare immediatamente il capitale sociale ed euro 180.000,00 verranno riservati per le future conversioni degli obbligazionisti. La suddivisione rispecchia il rapporto da mantenere inalterato di 1/5, cioè  $150.000,00 / (600.000,00 + 150.000,00)$ , capitale a servizio su capitale sociale sommato al capitale a servizio.

Gli effetti di tale operazione sono i seguenti: il capitale sociale sale di 720.000,00, da euro 600.000,00 diventa di euro 1.320.000,00; il capitale a servizio del prestito sale di euro 180.000,00, da euro 150.000,00 diventa di euro 330.000,00 (notare che rimane immutato il rapporto di 1/5 ( $330.000,00 / (1.320.000,00 + 330.000,00)$ ) e il rapporto di cambio muta da 1:2 ( $150.000,00 / 300.000,00$ ) a 11:10 ( $330.000,00 / 300.000,00$ ).

Di seguito viene riportato il completo verbale di assemblea:

*“Repertorio n.*

*Raccolta n.*

#### *VERBALE DI ASSEMBLEA STRAORDINARIA*

#### *REPUBBLICA ITALIANA*

*Il tre agosto duemiladiciotto in ... e nel mio studio alla Via ..., alle ore undici.*

*Innanzi a me ..., notaio residente in ..., iscritto nel ruolo dei Distretti Notarili di ...,*

*si è riunita l'assemblea straordinaria della società*

*ALFA S.P.A.*

*con sede in Roma alla via Roma n. 1, capitale sociale di euro 600.000,00, interamente versato, suddiviso in 600.000 azioni ordinarie del valore nominale di euro 1,00 ciascuna, codice fiscale e iscrizione al Registro delle Imprese di Roma n. 01234567890, per discutere e deliberare sul seguente*

#### ORDINE DEL GIORNO

*Aumento del capitale sociale da euro 600.000,00 ad euro 1.320.000,00 mediante passaggio a capitale della riserva da utili.*

#### È PRESENTE

*Tizio, Amministratore unico della società, domiciliato per la carica presso la sede sociale.*

*Il costituito, della cui identità personale io notaio sono certo, mi chiede di redigere questo verbale.*

*Aderendo, do atto che assume la Presidenza dell'Assemblea, ai sensi dell'articolo 5 dello Statuto sociale, il signor Tizio, il quale*

#### CONSTATATO

- *che questa assemblea è stata regolarmente convocata ai sensi dell'art. 4 dello Statuto sociale;*
- *che l'Assemblea in prima convocazione è andata deserta;*
- *che sono presenti i soci:*
  - *Primo, titolare di 300.000 azioni ordinarie, pari al 50% del capitale sociale;*
  - *Secondo, titolare di 300.000 azioni ordinarie, pari al 50% del capitale sociale;*
- *che è presente l'Amministratore unico;*
- *che è presente l'intero Collegio sindacale in persona del Presidente ... e dei Sindaci ...;*
- *che è presente il Rappresentante comune degli obbligazionisti ...;*

#### ACCERTATA

*l'identità e legittimazione dei presenti*

## DICHIARA

*validamente costituita la presente Assemblea ed apre la discussione sull'unico punto posto all'ordine del giorno.*

*Prendendo la parola, il Presidente, anche nella qualità di Amministratore unico della società, espone agli intervenuti l'opportunità di riequilibrare il rapporto tra riserve e capitale sociale allo scopo di assicurare maggiore affidabilità alla società nel settore di mercato in cui svolge la propria attività e, pertanto, propone di aumentare il capitale sociale mediante imputazione a capitale delle riserve in quanto disponibili.*

*A tal fine, il Presidente illustra all'Assemblea una situazione patrimoniale della società, redatta con l'osservanza delle norme sul bilancio di esercizio, aggiornata al 31/07/2018 dalla quale emerge, tra l'altro, una riserva disponibile da utili dell'importo di euro 900.000,00.*

*Proseguendo, il Presidente ricorda agli intervenuti che la società ha in corso un prestito obbligazionario convertibile, emesso con delibera dell'assemblea straordinaria del 30/06/2015, iscritta nel Registro delle imprese di Roma in data 15/07/2015. Detto prestito è stato emesso per complessivi euro 300.000,00, suddiviso in 300.000 obbligazioni da 1,00 euro, prevedendo un rapporto di cambio in forza del quale ogni due obbligazioni da nominali 1,00 euro possedute si ha diritto in conversione ad una azione da nominali 1,00 euro; in forza di tale rapporto di cambio è stato deliberato un aumento a servizio della conversione di euro 150.000,00, suddiviso in 150.000 azioni ordinarie da 1,00 euro ciascuna.*

*Il Presidente, pertanto, nell'osservanza del 5° comma dell'art. 2420- bis c.c., rende noto che al fine di evitare che l'aumento gratuito possa determinare un'alterazione dei diritti patrimoniali ed amministrativi acquisiti dagli obbligazionisti in sede di sottoscrizione del prestito, l'operazione di aumento del capitale gratuito prospettato deve essere strutturata come segue:*

- *aumento gratuito del capitale sociale, ai sensi dell'art. 2442 c.c., da euro 600.000,00 ad euro 1.320.000,00 e quindi di euro 720.000,00 mediante l'utilizzo di porzione della riserva disponibile da utili, per l'importo corrispondente, con conseguente emissione di 720.000 azioni ordinarie da assegnare ai soci in proporzione alle azioni da essi possedute;*
- *adeguamento del rapporto di cambio, ai sensi del 5° comma dell'art. 2420-bis c.c., nel senso che per ogni dieci obbligazioni di nominali euro 1,00 saranno attribuite in conversione undici azioni di nominali euro 1,00;*
- *presa d'atto che a seguito dell'adeguamento del rapporto di cambio l'ammontare del capitale sociale già deliberato a servizio del prestito obbligazionario convertibile si adegua in euro 330.000,00;*
- *accantonamento della restante porzione della riserva disponibile, residuata ad euro 180.000,00, destinandola a copertura dell'ulteriore parte del capitale a servizio, attribuendo, in tal modo, agli obbligazionisti che convertiranno anche la parte dell'aumento gratuito agli stessi spettante.*

*Tale porzione di riserva, pertanto, sarà collocata in gestione speciale e riservata esclusivamente a questo scopo.*

*Lo stesso Presidente, infine, chiarisce che, nel caso in cui fosse accolta la proposta testé formulata, sarebbe necessario modificare lo statuto sociale.*

*Il Presidente dell'assemblea invita poi il Presidente del Collegio sindacale ad esperire il parere dell'Organo di controllo.*

*Prende la parola ... , il quale, a nome del Collegio sindacale, esprime parere favorevole su quanto proposto, assicurando l'eseguibilità legale dell'aumento di capitale non ricorrendo le ipotesi di cui agli artt. 2446 e 2447 del c.c.*

*L'Assemblea straordinaria della ALFA S.P.A. , dopo ampia discussione, con votazione assunta per alzata di mano,*

- *presa visione della situazione patrimoniale chiusa al 31/07/2018;*

- *udita la relazione dell'Organo amministrativo;*
- *udito il parere dell'Organo di controllo;*

*all'unanimità,*

**DELIBERA**

*= I =*

*di approvare la situazione patrimoniale aggiornata al 31/07/2018;*

*= II =*

*di aumentare gratuitamente il capitale sociale, ai sensi dell'art. 2442 c.c., di euro 720.000,00, portandolo quindi da euro 600.000,00, ad euro 1.320.000,00, con emissione di 720.000 nuove azioni aventi le medesime caratteristiche di quelle in circolazione da attribuire ai soci in proporzione alle azioni da ciascuno di essi possedute, imputando a capitale porzione della riserva disponibile da utili per l'importo corrispondente;*

*= III =*

*di prendere atto che, a seguito dell'aumento gratuito del capitale sociale deliberato al precedente punto II, ai sensi del 5° comma dell'art. 2420-bis c.c., il rapporto di cambio fissato per il prestito obbligazionario convertibile emesso in data 30/06/2015, rimane adeguato nella seguente misura: ogni dieci obbligazioni di nominali euro 1,00 saranno attribuite in conversione undici azioni da nominali euro 1,00;*

*= IV =*

*di prendere atto che a seguito dell'adeguamento del rapporto di conversione di cui al punto III che precede, l'ammontare del capitale sociale già deliberato a servizio del prestito obbligazionario convertibile si adegua in euro 330.000,00;*

*= V =*

*di modificare, conseguentemente, l'articolo 2 dello statuto sociale, relativo al capitale sociale, come segue:*

*"Il capitale sociale è di euro 1.320.000,00.*

*Il capitale deliberato a servizio del prestito obbligazionario convertibile emesso in data 30/06/2015 è di euro 330.000,00”;*

*= VI =*

*di accantonare la restante porzione della riserva disponibile da utili residua ad euro 180.000,00, destinandola a copertura dell’ulteriore parte del capitale a servizio, attribuendo, in tal modo, agli obbligazionisti che convertiranno anche la parte dell’aumento gratuito agli stessi spettante. Tale porzione di riserva, pertanto, sarà collocata in gestione speciale e riservata esclusivamente a questo scopo;*

*= VII =*

*di conferire all’Organo amministrativo i più ampi poteri per l’attuazione delle delibere testé assunte.*

*Null’altro essendovi da deliberare, il Presidente accertati gli esiti delle votazioni ne proclama i risultati, dichiara sciolta l’Assemblea alle ore tredici e chiede a me notaio di allegare a questo verbale i documenti qui di seguito indicati.*

*Aderendo, io notaio, allego:*

- sotto la lettera “A”, la situazione patrimoniale della società chiusa al 31/07/2018;*
- sotto la lettera “B”, lo statuto sociale nella versione aggiornata.*

*La parte mi dispensa dalla lettura degli allegati.*

*Di questo verbale, in parte scritto di mio pugno ed in parte dattiloscritto da persona di mia fiducia su un foglio per quattro facciate, ho dato lettura al costituito che lo approva e con me notaio lo sottoscrive alle ore tredici.”*

#### 4.4. Verbale di riduzione volontaria del capitale sociale

In approfondimento del paragrafo 3.5 che tratta l'operazione straordinaria di riduzione volontaria del capitale sociale, di seguito viene proposto un esempio di verbale di assemblea, necessariamente redatto da un notaio per poter procedere con questa operazione.

Il notaio, in presenza di obbligazioni deve osservare se a seguito della riduzione che si intende effettuare, l'ammontare complessivo del capitale della società e delle sue riserve sia almeno pari alla metà del prestito obbligazionario ancora in corso<sup>155</sup>.

Inoltre, al fine di garantire la legittimità dell'operazione, prima di poter procedere con l'assemblea il notaio deve verificare che sia stato correttamente pubblicato l'apposito avviso nel Registro delle Imprese, almeno novanta giorni prima di tale convocazione, e che sia stata attribuita agli obbligazionisti la facoltà di esercitare la conversione nel termine di trenta giorni dalla pubblicazione. Come visto in precedenza, il mancato esercizio del diritto di conversione anticipata nel termine comporta la trasformazione dei titolari di obbligazioni convertibili in obbligazionisti ordinari.

" ...

##### ORDINE DEL GIORNO<sup>156</sup>

*Parte ordinaria: approvazione della situazione patrimoniale della società, aggiornata al 31/03/2018.*

*Parte straordinaria: 1) riduzione del capitale sociale ex art. 2445 c.c. da euro 1.000.000,00 ad euro 500.000,00 mediante rimborso ai soci, per esuberanza del valore rispetto al conseguimento dell'oggetto sociale; 2) emissione di azioni di godimento.*

---

<sup>155</sup> La presenza di obbligazioni impone il rispetto dell'art. 2413 c.c., che pone il limite di cui all'art. 2412 c.c.

<sup>156</sup> FERRUCCI-FERRENTINO, *Atti tra vivi di diritto commerciale*, cit., pagg. 203 ss.

...

*Si passa alla trattazione dei vari punti dell'ordine del giorno che con il consenso espresso dell'assemblea viene svolta in maniera unitaria ed al riguardo il presidente espone che a seguito del cambiamento d'oggetto sociale si è creata una notevole liquidità di cassa che consentirebbe di rimborsare ai soci parte del capitale risultante da tempo eccessivo rispetto i normali bisogni dell'azienda sociale, come risulta dalla situazione patrimoniale aggiornata alla data del 30/06/2018; per tale ragione si è considerata l'opportunità di procedere a riduzione del capitale sociale da euro 1.000.000,00 ad euro 500.000,00 con rimborso ai soci della somma di euro 5,00 per ogni azione da ciascuno posseduta. Correlativamente propone di ridurre il valore nominale delle n. 200.000 azioni in circolazione, da euro 5,00 ad euro 2,50.*

*Il Presidente ricorda altresì all'assemblea che in data 10/01/2016 la società ha emesso un prestito obbligazionario convertibile per un ammontare pari a complessivi euro 200.000,00, suddiviso in 100.000 obbligazioni convertibili del valore nominale di euro 2,00 cadauna; tale prestito è attualmente ancora pendente, non essendo stato convertito neppure in parte. Il Presidente dà atto che, in ogni caso, la riduzione reale del capitale rispetterebbe il disposto dell'art. 2413 c.c., dal momento che l'ammontare delle obbligazioni ancora in circolazione non sarebbe eccedente il doppio del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili risultanti dalla situazione patrimoniale al presente atto allegato sotto la lettera "A", come richiesto dall'art. 2412, co. 1, c.c.*

*Il Presidente dà altresì atto che, ai sensi dell'art. 2420-bis, co. 4, c.c. ai possessori di obbligazioni convertibili è stata data la facoltà, mediante avviso depositato presso l'ufficio del registro delle imprese in data 15/04/2018, di esercitare il diritto di conversione nel termine di trenta giorni dalla pubblicazione. Tale facoltà risulta essere stata esercitata da XXX e YYY, i quali hanno acquistato la veste di soci ordinari; per i possessori di obbligazioni convertibili che non hanno esercitato il diritto di conversione*

*nel termine indicato, si produrranno, a seguito della riduzione reale del capitale sociale, determinati effetti.*

*Il Presidente del Collegio sindacale, in rappresentanza del relativo organo, esprime parere favorevole e dichiara che non esistono limiti alla riduzione volontaria del capitale sociale, in particolare attestano che risulta rispettato il limite di cui all'art. 2412, co. 1, c.c.*

*È anche presente il rappresentante comune degli obbligazionisti, che, nella sua qualità, esprime parere favorevole all'operazione da deliberare.*

*Il presidente mi dichiara ed io notaio trascrivo che, dopo breve approfondimento, l'assemblea, con il voto favorevole dei soci espresso mediante alzata di mano*

#### *DELIBERA*

- di ridurre il capitale sociale da euro 1.000.000,00 ad euro 500.000,00 con rimborso ai soci della somma di euro 5,00 per ogni azione da ciascuno posseduta;*
- conseguentemente di ridurre il valore nominale delle 200.000 azioni in circolazione, da euro 5,00 ad euro 2,50;*
- 1) di stabilire che all'esito della riduzione volontaria del capitale sociale, il capitale sociale risulterà di euro 500.000,00 suddiviso in 200.000 azioni, ciascuna del valore nominale di euro 2,50 e che quindi l'art. 3 dello statuto sociale assume il seguente tenore letterale: Art. 3 – Il capitale sociale è di euro 500.000,00 diviso in 200.000 azioni da nominali euro 2,50;*
- preso atto che la riduzione del capitale sociale è effettuata nel rispetto del combinato disposto degli art. 2413, co. 1, e 2412, co. 1, c.c., di adottare, a tutela dei diritti dei possessori di obbligazioni convertibili che non hanno esercitato il diritto di conversione nel termine a loro concesso ai sensi dell'art. 2420-bis, co. 4, c.c., i provvedimenti da concordare;*
- di delegare all'organo amministrativo ogni più ampia facoltà al fine di dare attuazione alla riduzione così come deliberata;*

- *di prendere atto che, ai sensi dell'art. 2445, co. 3, c.c., la riduzione volontaria del capitale sociale da euro 1.000.000,00 ad euro 500.000,00 produrrà effetti subordinatamente alla mancata opposizione dei creditori anteriori entro il termine di novanta giorni dalla iscrizione della deliberazione nel Registro delle Imprese.*

*Non essendovi altro da deliberare il presidente dichiara sciolta l'assemblea e sono le ore dieci e trenta minuti."*

## **BIBLIOGRAFIA**

- BARBERO, *Il sistema del diritto privato*, Torino, 1993.
- BONFANTE-DE ANGELIS-SALAFIA (a cura di), *Atti societari. Formulario commentato*, Milano, 2014, 1094 ss.
- BUSSOLETTI, *La posizione dei possessori di obbligazioni convertibili nell'ordinamento italiano*, in *Riv. dir. comm.*, I, 1980, 12 ss.
- CALVOSA, *Obbligazioni convertibili in azioni*, in *Società di capitali. Commentario a cura di Niccolini-Stagno d'Alcontres*, Napoli, 2004.
- CAMPOBASSO, *La riforma delle società di capitali e delle cooperative*, Torino, 2003.
- CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, in *Tratt. delle società per azioni* diretto da Colombo e Portale, 5, Torino, 1988, 521 ss.
- CASELLA, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, Milano, 1983.
- CAVALLO BORGIA, *Azioni e obbligazioni di società. I grandi orientamenti della giurisprudenza civile e commerciale* diretta da Galgano, 5, Padova, 1988.
- CAVALLO BORGIA, *Commento all'art. 2420-bis*, in *Commentario del codice civile Scialoja-Branca, Della società per azioni*, Bologna, 2005.
- CAVALLO BORGIA, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, Milano, 1978.
- COLUSSI, *Problemi delle obbligazioni convertibili in azioni*, in *Riv. dir. civ.*, I, 1967, 42 ss.
- DELUCCHI, *commento all'ordinanza del Tribunale di Saluzzo del 24 febbraio 2001*, in *Riv. soc.*, 2001, 1379 ss.
- DE RITIS, *Obbligazioni convertibili in azioni*, in *Le società per azioni, Codice civile e norme complementari* diretto da Abadessa-Portale, Tomo I, Milano, 2016.
- DEWING, *The financial policy of corporations*, I, New York, 1953.
- DI SABATO, *Manuale delle società*, Milano, 2011.

- DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, Milano, 1993.
- FERRARA-CORSI, *Gli imprenditori e le società*, Milano, 2009.
- FERRI, *La riforma delle società per azioni secondo la legge 7 giugno 1974, n. 216 e i decreti legislativi 31 marzo 1975, nn. 136, 137 e 138*, Torino, 1976.
- FERRUCCI-FERRENTINO, *Atti tra vivi di diritto commerciale*, Milano, 2013.
- FERRUCCI-FERRENTINO, *Le società di capitali, le società cooperative e le mutue assicuratrici*, Milano, 2005.
- GALGANO, *Trattato di diritto civile, Volume IV*, Padova, 2010.
- GUERRERA, *I warrants azionari nelle operazioni di aumento di capitale*, Torino, 1995.
- JANNUZZI, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, in *La riforma delle società per azioni e delle borse valori. Quaderni della Rivista Impresa ambiente*, Milano, 1976.
- LAMBERTI, *Obbligazioni convertibili in azioni e vicende societarie in pendenza del prestito*, in *Giur. it.*, Volume IV, 1993, 33 ss.
- MARCHETTI, *Appunti sulla nuova disciplina delle fusioni*, in *Riv. not.*, 1991, 17 ss.
- MINERVINI, *Società, associazioni, gruppi organizzati*, Napoli, 1973.
- MODICA, *Profili della disciplina del diritto di opzione dei portatori di obbligazioni convertibili*, in *Riv. soc.*, 1979, 82 ss.
- ONIDA, *Economia d'azienda*, Torino, 1965.
- PICARDI, *Obbligazioni convertibili in azioni*, in *Commentario del codice civile* diretto da Gabrielli, Milano, 2015.
- PISANI, *Commento agli artt. 2410-2420-ter*, in *Commentario breve al codice civile* a cura di Cian-Trabucchi, Vicenza, 2016.
- PISANI, *Le obbligazioni*, in *Il nuovo diritto delle società, Liber amicorum Campobasso* diretto da Abbadessa-Portale, Torino, 2006.

- PISANI, *Scissione in pendenza di prestito obbligazionario*, in *Riv. soc.*, 1997, pag. 368 ss.
- PRESTI-RESCIGNO, *Corso di diritto commerciale*, Bologna, 2013.
- POLI, *Obbligazioni convertibili e fallimento*, in *Riv. soc.*, 1976, pag. 1120 ss.
- RUOTOLO, *Questioni notarili. Prestito obbligazionario: modificabilità e rinuncia al diritto di conversione e al prestito*, in *Quotidiano giuridico* del 28/09/2016.
- SPOLIDORO, *Fusioni e scissioni di società*, Torino, 1994.