

Art. 2420 bis – Obbligazioni convertibili in azioni

[1] *L'assemblea straordinaria può deliberare l'emissione di obbligazioni convertibili in azioni, determinando il rapporto di cambio e il periodo e le modalità della conversione. La deliberazione non può essere adottata se il capitale sociale non sia stato interamente versato.*

[2] *Contestualmente la società deve deliberare l'aumento del capitale sociale per un ammontare corrispondente alle azioni da attribuire in conversione. Si applicano, in quanto compatibili, le disposizioni del secondo, terzo, quarto e quinto comma dell'articolo 2346.*

[3] *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. Si applica la disposizione del secondo comma dell'articolo 2444.*

[4] *Fino a quando non siano scaduti i termini fissati per la conversione, 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 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.*

[5] *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.*

[6] *Le obbligazioni convertibili in azioni devono indicare in aggiunta a quanto stabilito nell'articolo 2414, il rapporto di cambio e le modalità della conversione.*

commento di Lucia Picardi

Sommario: 1. Le obbligazioni convertibili in azioni. - 2. Le condizioni per l'emissione. - 3. (Segue). L'allocazione delle competenze deliberative per l'emissione delle obbligazioni convertibili e il contenuto della relativa deliberazione. - 4. L'esercizio del diritto di conversione. - 5. Vicende societarie durante il periodo di conversione. - 6. Limiti di applicabilità della disciplina positiva al procedimento indiretto e alle obbligazioni con warrant.

1. Le obbligazioni convertibili in azioni

L'articolo in commento, introdotto dalla l. 7.6.1974, n. 216 e rimasto privo di sostanziali modificazioni anche a seguito del d.lg. 17.1.2003, n. 6, ha per oggetto le obbligazioni convertibili, il cui tratto caratterizzante risiede nell'attribuzione al possessore della facoltà di sottoscrivere – con i tempi, secondo le modalità e in base al rapporto di cambio previsti nella delibera di emissione – azioni di compendio della società emittente, che verranno emesse direttamente e appositamente al fine di (e nella misura necessaria a) soddisfare le richieste di conversione¹.

Proprio tale facoltà distingue i titoli obbligazionari in parola dalle obbligazioni con *warrants* (o con diritto di opzione), il cui possessore ha il diritto – conservando le obbligazioni medesime – di sottoscrivere o di acquistare azioni di nuova emissione o già emesse della stessa società emittente o di altre società².

¹ È questa, almeno, l'ipotesi del c.d. «procedimento diretto» rispondente allo schema normativo tipizzato dall'art. 2420 bis. Ciò non toglie che nell'esercizio dell'autonomia privata possa darsi luogo ad ipotesi sotto vari aspetti differenti, fra le quali merita menzionare quella in cui le azioni offerte in conversione siano già emesse e detenute in portafoglio dalla società emittente, quella in cui le azioni di compendio siano di società diversa dalla società che ha emesso le obbligazioni convertibili (c.d. «procedimento indiretto», a sua volta distinto a seconda che le azioni siano state già emesse e siano quindi detenute in portafoglio e vincolate a servizio della conversione dalla società emittente le obbligazioni convertibili, o siano di futura emissione), o, infine, il caso in cui la conversione possa avvenire in azioni di più società a scelta dell'obbligazionista (cfr., per un quadro d'insieme, DONATIVI, *Le obbligazioni nelle società per azioni*, in *Tratt. Rescigno*, 16, III, 2ª ed., Torino, 2011, 322, nt. 3; nonché GIANNELLI A., *sub art. 2420 bis*, in *Obbligazioni Bilancio*, a cura di Notari, Bianchi, in *Comm. Marchetti, Bianchi, Ghezzi, Notari*, Milano, 2006, 259 ss.). Peraltro, come si avrà modo di precisare più avanti, il procedimento che permette l'acquisto di azioni proprie in portafoglio e il metodo indiretto, nelle due varianti sopra accennate, sollevano problemi largamente coincidenti con quelle connessi al diritto di conversione ed affrontati dall'art. 2420 bis (DE LUCA, STAGNO D'ALCONTRES, *Obbligazioni di società*, in *Enc. Dir., Agg.*, Milano, 2002, 822 ss.). Merita spazio, tuttavia, il rilievo secondo cui sarebbe stato opportuno, in occasione della riforma del diritto societario, introdurre una disciplina generale dei titoli convertibili, in grado di regolare in modo uniforme il fenomeno considerato nella sua estensione più ampia, anche alla luce della tendenziale applicabilità delle regole in materia di obbligazioni a strumenti finanziari a esse non immediatamente riconducibili (cfr., fra gli altri, CAPOLINO, *sub art. 2420 bis*, in *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, diretto da d'Alessandro, II, 2, Padova, 2011, 566).

² Il *warrant*, a sua volta, potrà essere dichiarato inscindibile dal titolo obbligazionario cui accede e quindi circolare solo con quest'ultimo, oppure essere documentato da un apposito buono o cedola negoziabile anche separatamente dal titolo ed idoneo a formare oggetto di autonoma quotazione sul mercato (CAMPOBASSO G.F., *Le obbligazioni*, in *Tratt. Colombo-Portale*, 5, Torino, 1988, 483; BUSSOLETTI, *Obbligazioni convertibili, con warrant, con partecipazione agli utili*, in *Riv. dir. comm.*, 1988, I, 284 ss.; GUERRERA, *I warrants azionari nelle operazioni di aumento di capitale*, Torino, 1995, 1 ss.; CAPOLINO, *sub art. 2420 bis*, cit., 570).

Considerate ammissibili dalla dottrina assolutamente prevalente già prima della loro introduzione nel codice civile ad opera della succitata l. n. 216/1974³, le obbligazioni convertibili presentano motivi di interesse sia per gli investitori, ai quali offrono – accanto ai vantaggi propri del prestito obbligazionario (ovvero una remunerazione tendenzialmente prefissata e il diritto al rimborso del capitale) – la possibilità di convertire l'investimento in partecipazione azionaria, sia per le società emittenti, che possono acquisire in via immediata disponibilità finanziarie e, nel contempo, programmare un aumento di capitale ad attuazione differita e scindibile⁴, assicurando in prospettiva maggiore stabilità alla propria struttura finanziaria⁵.

³ In effetti, i problemi sollevati dalla giurisprudenza teorica e pratica prima della riforma concernevano non tanto la legittimità in astratto dell'operazione, quanto la difficoltà di individuare strumenti soddisfacenti a tutela dei sottoscrittori dei titoli, garantendo loro non solo la possibilità di esercitare il diritto di conversione, ma anche (e soprattutto) l'effettività e l'inalterabilità del contenuto economico dello stesso. Risultava particolarmente critica la necessità per la società emittente di deliberare, contestualmente all'emissione delle obbligazioni convertibili, un aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione spettante ai vecchi azionisti, ai sensi dell'art. 2441 c.c. (cfr., in tal senso, MINERVINI, *Obbligazioni convertibili in azioni*, in *Società associazioni gruppi organizzati*, Napoli, 1973, 302). Si discuteva altresì se detta esclusione – giustificata dall'esigenza di non sacrificare e vanificare il diritto dei portatori delle obbligazioni alla conversione – dovesse ritenersi implicita o meno nella stessa delibera di emissione delle obbligazioni convertibili o se il diritto di opzione dei soci sulle nuove azioni fosse automaticamente escluso in ragione dell'equiparazione delle azioni da attribuire in conversione alle azioni da liberarsi in natura: si argomentava, infatti, che le azioni di conversione potessero essere liberate solo mediante rinuncia al credito verso la società spettante ai portatori di obbligazioni convertibili proprio in forza del possesso di quelle obbligazioni (cfr., per un'efficace sintesi del dibattito sviluppatosi anteriormente alla novella del 1974, SARALE, *Le società per azioni. Obbligazioni*, in *Giur. sist. Bigiavi*, Torino, 2000, 274 ss.).

⁴ Si tratta, infatti, di aumento «necessariamente ad esecuzione differita, frazionata e progressiva in quanto destinato ad attuarsi via via che gli obbligazionisti eserciteranno il diritto di conversione» (così, con la consueta chiarezza, CAMPOBASSO G.F., *Le obbligazioni*, cit., 454 s. (corsivo nell'originale), le cui precisazioni sono riprese, dopo l'entrata in vigore del d.lg. n. 6/2003, da CAVALLO BORGIA, *Società per azioni*, IV, *Delle obbligazioni*, in *Comm. Scialoja-Branca*, 7ª ed., sub art. 2410 bis, Bologna-Roma, 2005, 209 s.; GIANNELLI A., sub art. 2420 bis, cit., 274; AUDINO, sub art. 2420 bis, in *Comm. Maffei Alberti*, III, Padova, 2005, 1330; DONATIVI, *Le obbligazioni nelle società per azioni*, cit., 323 s.); sempre scindibile, anche in assenza di un'indicazione esplicita (richiesta, invece, in via generale dall'art. 2349, 2° co., c.c.); irrevocabile, sicché una successiva deliberazione di revoca dell'aumento di capitale sarebbe nulla per illiceità dell'oggetto (v., ancora, CAMPOBASSO G.F., *Le obbligazioni*, cit., 444 e 455; CAVALLO BORGIA, *Società per azioni. Delle obbligazioni*, cit., 210; AUDINO, sub art. 2420 bis, cit., 1330); «a disposizione» (o «a servizio») delle richieste di conversione, semplicemente deliberato, ma non ancora sottoscritto né eseguito (CASELLA, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, Milano, 1983, 184; CLARIZIA, *Le obbligazioni nella società per azioni*, in *Tratt. Rescigno*, 16, Torino, 1985, 649).

⁵ Cfr., per questa sottolineatura, CAPOLINO, sub art. 2420 bis, cit., 566; GINEVRA, *Le obbligazioni*, in *Diritto commerciale*, a cura di Cian M., II, 2ª ed., Torino, 2014, 347.

Dovendosi garantire che le richieste di conversione siano senz'altro esaudite, è infatti necessario, a mente del 2° comma dell'articolo in commento, che la società emittente deliberi, contestualmente all'emissione di obbligazioni convertibili, un aumento di capitale in misura corrispondente all'eventualità che tutti i portatori di tali obbligazioni ne chiedano la conversione in azioni⁶. Da qui la natura ambivalente dell'operazione in discorso⁷ e la conseguente esigenza – con gli adattamenti e nei limiti che saranno chiariti nel paragrafo seguente – che essa soddisfi le condizioni legali necessarie tanto per l'emissione di obbligazioni quanto per l'aumento di capitale.

2. Le condizioni per l'emissione

Volendo quindi riassumere in una sorta di quadro sinottico le condizioni di legalità cui è subordinata l'emissione di obbligazioni convertibili, occorre

⁶ Proprio in tale contestualità delle due deliberazioni (di per sé autonome e separate) è individuata l'essenza del prestito obbligazionario convertibile (v., per tutti, CALVOSA, *sub art. 2420 bis*, in *Comm. Niccolini-Stagno d'Alcontres*, II, Napoli, 2004, 964), sebbene non manchino posizioni inclini ad affermare che la contestualità non significhi necessariamente «contemporaneità», quanto piuttosto «compresenza» (DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, Milano, 1993) e che quindi l'aumento di capitale possa essere deliberato anche in data successiva alla deliberazione di emissione del prestito convertibile purché (a pena di definitiva inefficacia di quest'ultima) entro i trenta giorni concessi al notaio per la verifica, o comunque entro e non oltre i trenta giorni successivi alla comunicazione da parte del notaio medesimo della non iscrivibilità della deliberazione (CERRATO, *sub art. 2420 ter*, in *Comm. Cottino, Bonfante, Cagnasso, Montalenti*, 2, Bologna, 2004, 1306, nt. 9). In modo consequenziale a tale impostazione, non sembra potersi dubitare che l'esplicita e contestuale delibera di aumento del capitale sia condizione di validità della delibera di emissione delle obbligazioni convertibili (favorevole, però, a considerare l'una «implicita» nell'altra, COLUSSI, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 1974, II, 603); sicché, in mancanza della prima, la seconda non potrà essere omologata e dovrà essere considerata nulla per illiceità dell'oggetto, salvo l'assoggettamento al regime di stabilità «forte» previsto dall'art. 2379 *ter* per l'invalidità delle operazioni incidenti sulla struttura finanziaria dell'impresa sociale (GIANNELLI A., *sub art. 2420 bis*, cit., 274, testo e nt. 48; CALVOSA, *sub art. 2420 bis*, cit., 964, nt. 11; nonché, in una prospettiva più generale, SACCHI, *Gli effetti della sentenza che accoglie l'impugnazione di delibere assembleari di s.p.a.*, in *Banca borsa*, 2012, I, in specie 147 ss.; prima del d.lg. n. 6/2003, GINEVRA, *Nulità post-conversione di delibera di emissione di obbligazioni convertibili?*, in *Giur. comm.*, 2003, II, 257 ss., nota a T. Ancona, 18.1.2002), a meno che non la si voglia ritenere addirittura inesistente (così orientato AUDINO, *sub art. 2420 bis*, cit., 1329 s.).

⁷ Tale carattere (particolarmente evidenziato da DONATIVI, *Le obbligazioni nelle società per azioni*, cit., 328 ss.) si coglie agevolmente non appena si rifletta sulla circostanza che la sottoscrizione delle obbligazioni convertibili comporta la nascita, accanto al rapporto obbligazionario, di una serie di «partecipazioni potenziali», delle quali va assicurato al momento della conversione l'effettivo sorgere nei termini originariamente previsti. Da qui l'assoggettamento della vicenda di cui si discorre ad una serie di regole speciali, destinate talora ad integrare, talaltra a derogare parzialmente quelle ordinarie, al fine di assicurare effettiva protezione alla sopra menzionata posizione dell'obbligazionista (cfr., da ultimo e per tutti, GINEVRA, *Le obbligazioni*, cit., 347).

fare congiuntamente e cumulativamente riferimento non soltanto alle previsioni specifiche contenute nella disposizione ora in esame (nonché in quella di cui al successivo art. 2420 *ter*), ma anche alle norme generali sulle obbligazioni, laddove non espressamente derogate o non incompatibili, come pure alle norme generali in tema di aumento del capitale sociale (e in tema di azioni) che del pari non siano specificamente derogate o non si ritengano inapplicabili in ragione delle peculiarità delle obbligazioni convertibili e della disciplina per esse dettata.

Seguendo la linea ricostruttiva testè delineata, preme segnalare, peraltro, che l'emissione di obbligazioni convertibili in azioni, al pari di quella di obbligazioni con *warrant*, non deve essere contenuta entro il limite generale di cui all'art. 2412, 1° co., in virtù della deroga prevista dal 5° comma del medesimo articolo⁸. Per il resto, troveranno applicazione al prestito obbligazionario convertibile le norme relative alle indicazioni da riportare sul contenuto

⁸ È discusso, peraltro, se la norma sopra menzionata si applichi solo laddove la conversione o i *warrants* abbiano per oggetto azioni della stessa società emittente, oppure comprenda nel proprio perimetro di operatività anche le obbligazioni convertibili in azioni di società terze e le obbligazioni con *warrant* per la sottoscrizione di azioni emesse da soggetti diversi dall'emittente le obbligazioni medesime. A sostegno della tesi più restrittiva si richiama la finalità della norma, intesa a disporre la disapplicazione del limite all'entità del prestito obbligazionario quando lo stesso sia reso inutile o superato dal particolare contesto in cui avviene l'emissione (GINEVRA, *Le obbligazioni*, cit., 342 s.), mentre a conferma della legittimità di un'interpretazione estensiva della disposizione in esame si segnala, fra l'altro, la differente formulazione di quest'ultima rispetto all'art. 93 *bis*, 1° co., lett. b), in tema di appello al pubblico risparmio, che espressamente qualifica come «titoli di capitale» le azioni e altri strumenti negoziabili equivalenti ad azioni di società nonché «qualsiasi altro tipo di strumento finanziario comunitario negoziabile che attribuisca il diritto di acquisire i summenzionati strumenti mediante conversione o esercizio di diritti che essi conferiscono, purché gli strumenti di quest'ultimo tipo siano emessi dall'emittente delle azioni sottostanti o da un'entità appartenente al gruppo di detto emittente» (LUONI, *Le obbligazioni convertibili*, in *Società per azioni. Costituzione e finanziamento*, a cura di Cottino, Sarale, in *Nuova giur. sist. Bigiavi*, Torino, 2013, 579; per la precisazione che il criterio distintivo fra titoli di capitale e «strumenti diversi» debba essere individuato nel legame con il capitale sociale dell'emittente o di altra società del gruppo, CIOCCA N., *Gli strumenti finanziari obbligazionari*, Milano, 2012, 205 ss.). Non si è mancato altresì di evidenziare (LUONI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 579 s.) come l'innovazione legislativa in discorso abbia restituito attualità a quelle posizioni dottrinali (cfr. DE DONNO, *L'emissione di obbligazioni convertibili ed il limite di cui all'art. 2410 cod. civ.*, in *Riv. dir. comm.*, 1988, I, 391 ss.; CIAMPI, *Limiti all'emissione di obbligazioni convertibili*, in *Soc.*, 1984, 654 s.) e giurisprudenziali (A. Napoli, 6.4.1983, in *Soc.*, 1983, 1395, con nota critica di Landolfi; cfr., inoltre, sia pure con riferimento alla mancata approvazione di uno specifico bilancio che desse conto dell'aumento di capitale deliberato contestualmente all'emissione del prestito convertibile, T. Prato, decr., 9.3.1982, in *Giur. comm.*, 1983, II, 100, con nota di Montano, poi riformata da A. Firenze, decr., 27.4.1982, *ibidem*), rimaste pressoché isolate anche dopo la riforma del diritto societario, le quali – muovendo dal presupposto che il prestito convertibile sia

dei titoli (art. 2414), quelle riguardanti l'organizzazione degli obbligazionisti (artt. 2415-2419), nonché quelle in tema di obbligazioni subordinate o con clausola parametrica⁹.

Sotto altro aspetto, è da rilevare come la stessa disciplina specifica recata dalla disposizione in esame replichi le condizioni poste dalla legge per l'aumento del capitale sociale. In particolare, è espressamente previsto – con norma solo in parte analoga a quella dell'art. 2348 c.c. – che la deliberazione di emissione degli strumenti in parola non possa essere adottata se il capitale sociale non sia stato interamente versato (1° co., secondo periodo)¹⁰, e che si applichino, in quanto compatibili, le disposizioni dell'art. 2346, 2°, 3°, 4° e 5° co. (2° co., secondo periodo, dell'articolo ora in commento). Va dunque riconosciuta la possibilità che le azioni offerte in conversione possano essere con o senza indicazione del valore nominale, mentre è discusso se

sostanzialmente finalizzato a realizzare un aumento del capitale di rischio – concludevano per l'inapplicabilità del limite posto dal vecchio art. 2410 c.c. all'operazione in questione.

⁹ Si nota, a livello generale, come la più accentuata partecipazione al rischio d'impresa della società emittente derivante dalla subordinazione o dall'indicizzazione degli interessi a parametri oggettivi sia pienamente compatibile con le peculiarità delle obbligazioni convertibili: cfr., sui problemi applicativi sollevati dalle obbligazioni convertibili subordinate e indicizzate, GIANNELLI A., *sub art. 2420 bis*, cit., 268 s.; nonché CAPOLINO, *sub art. 2420 bis*, cit., 579 s., che considera ammissibile anche l'emissione di titoli perpetui o irredimibili convertibili in azioni.

¹⁰ In effetti, la norma contenuta nell'art. 2420 bis, vietando la stessa adozione della deliberazione di emissione delle obbligazioni, assume un'autonoma portata precettiva rispetto al divieto di cui all'art. 2348, riguardante, invece, l'esecuzione dell'aumento di capitale. Ne discende che l'integrale versamento del capitale sociale sottoscritto (e non meramente deliberato) rappresenta una condizione di legittimità della deliberazione di emissione delle obbligazioni convertibili, la quale – se adottata *contra legem* – non potrà essere omologata dal notaio e sarà soggetta ad impugnazione con l'azione di annullamento ovvero, qualora si ritenga che la violazione del divieto in esame integri un'ipotesi di nullità dell'oggetto, con l'azione di nullità, salva l'applicazione del regime di stabilità «forte» previsto dal già citato art. 2379 *ter*. Diversamente è a dirsi per la deliberazione di aumento del capitale la quale, pur in mancanza d'integrale liberazione delle azioni in precedenza emesse, sarà legittima ed omologabile da parte del notaio, mentre è fatto divieto agli amministratori di darvi esecuzione, pena l'assunzione di responsabilità solidale per i danni arrecati ai soci e ai terzi in caso di violazione (art. 2348, 2° co.). La *ratio* di tale diversità di disciplina risiede nella circostanza che, una volta assunta e iscritta nel registro delle imprese la deliberazione di emissione del prestito obbligazionario convertibile, la società emittente non è più in grado di «controllare» l'esecuzione dell'aumento di capitale al servizio del prestito, la quale dipenderà esclusivamente dalla volontà dei portatori dei titoli obbligazionari di avvalersi del diritto di conversione. Al contrario, nell'ipotesi generale contemplata dall'art. 2348, gli amministratori potranno differire l'esecuzione di un aumento di capitale deliberato dall'assemblea sino a quando le azioni in precedenza emesse non siano liberate per intero (cfr., al riguardo, GIANNELLI A., *sub art. 2420 bis*, cit., 275 s.; AUDINO, *sub art. 2420 bis*, cit., 1327 ss.; DONATIVI, *Le obbligazioni nelle società per azioni*, cit., 331, nt. 22).

a ciascun obbligazionista che eserciti il diritto di conversione possa essere assegnato un numero di azioni anche non proporzionale alla somma versata a titolo di prestito e poi utilizzata quale conferimento, a condizione che il valore complessivo dei conferimenti medesimi (e degli apporti effettuati in sede di sottoscrizione delle obbligazioni convertibili, da imputare a capitale in sede di conversione) non sia inferiore all'ammontare globale del capitale sociale. Alla tesi che un'assegnazione delle obbligazioni convertibili non proporzionale al capitale apportato da ciascun sottoscrittore sarebbe incompatibile con la struttura stessa del prestito convertibile e con la sua natura di operazione di massa¹¹, si è convincentemente replicato che un'assegnazione siffatta nulla toglierebbe ai caratteri di titoli di massa delle obbligazioni (anche convertibili) quali derivano dalla standardizzazione della forma e del contenuto (e quindi dalla «fungibilità») dei medesimi, ed atterrebbe piuttosto alla fase del rilascio e della sottoscrizione nonché ai rapporti fra società emittente e sottoscrittori¹².

Si tende altresì ad ammettere – benché il punto non sia pacifico¹³ – che l'emissione di obbligazioni possa avvenire sotto la pari, a condizione che

¹¹ Cfr., in tal senso, AUDINO, *sub art. 2420 bis*, cit., 1333.

¹² DONATIVI, *Le obbligazioni nelle società per azioni*, cit., 333, nt. 24, anche per l'osservazione che stessa causale del rilascio dei titoli potrebbe essere mutevole, in relazione alla specificità dei rapporti personali intercorrenti fra emittente e sottoscrittore e sottostanti al contratto di rilascio, pur senza alterare la comune funzione di prestito sottesa al titolo nella sua astrattezza.

¹³ Tendono a negare l'ammissibilità dell'emissione di obbligazioni convertibili a fronte di apporti di somme inferiori al loro valore nominale, e quindi con la tecnica del c.d. «disaggio», quanto meno con riferimento all'ipotesi «ordinaria» di assegnazione proporzionale delle obbligazioni medesime, AUDINO, *sub art. 2420 bis*, cit., 1331 s.; DONATIVI, *Le obbligazioni nelle società per azioni*, cit., 334; PRESTI, RESCIGNO, *Corso di diritto commerciale*, 6^a ed., Bologna, 2013, 435. Giova ricordare peraltro che, anteriormente alla riforma del diritto societario, si suggeriva una più ampia interpretazione del divieto in parola, nel senso che dovesse ritenersi vietata non solo l'emissione di obbligazioni convertibili per somma inferiore al loro valore nominale, ma anche la determinazione di condizioni per la conversione (e in particolare del rapporto di cambio) tali da dar luogo alla futura emissione delle azioni per somma inferiore al loro (attuale) valore nominale (CAMPOBASSO G.F., *Le obbligazioni*, cit., 451; nonché DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, cit., 142 s.; Id., *Condizioni di rilascio di obbligazioni convertibili. Il «disaggio» di emissione*, in *Soc.*, 317 ss.; per la precisazione che il nucleo critico della questione dovesse essere individuato nel fatto che le azioni offerte in conversione non potessero essere emesse a fronte di un conferimento inferiore al loro valore nominale, cfr. però BUSSOLETTI, *La posizione del possessore di obbligazioni convertibili nell'ordinamento italiano*, in *Riv. dir. comm.*, 1980, I, 13, nt. 3; CASELLA, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, cit., in specie 108, secondo cui vi sarebbe stato spazio per il disaggio purché il valore nominale di ciascuna delle obbligazioni convertibili sia superiore al valore nominale delle azioni offerte in cambio in sede di conversione; MINERVINI, *Obbligazioni convertibili in azioni*, cit., 330, che

le somme versate a titolo di prestito non siano inferiori al valore nominale delle azioni attribuite in sede di conversione¹⁴ o che l'eventuale disagio trovi copertura in altri conferimenti¹⁵.

È opportuno segnalare, inoltre, che – a mente dell'art. 2441, 1° co., c.c. – agli azionisti compete un diritto di opzione sulle obbligazioni convertibili di nuova emissione, in proporzione al numero di azioni possedute¹⁶, in con-

afferma la liceità dell'operazione purché non si avesse conversione di obbligazioni di dato valore nominale in azioni di valore nominale superiore).

¹⁴ Cfr. CALVOSA, *sub art. 2420 bis*, cit., 963; GIANNELLI A., *sub art. 2420 bis*, 279; CAPOLINO, *sub art. 2420 bis*, cit., 568, secondo la quale il rinvio operato alle nuove regole previste dall'art. 2346 parrebbe confermare che, indipendentemente dal riferimento al valore nominale, l'obiettivo perseguito dal legislatore consiste nello stabilire una correlazione fra le somme versate per la sottoscrizione delle obbligazioni e il valore delle azioni ottenute in conversione; su posizioni sostanzialmente analoghe anche LUONI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 609, che pone particolarmente in evidenza come «in nessun caso le somme versate dai sottoscrittori del prestito obbligazionario convertibile possano risultare complessivamente inferiori all'ammontare globale dell'aumento del capitale preordinato alla conversione e, conseguentemente, il valore totale delle obbligazioni convertibili non potrà che essere pari a quello delle azioni di compendio».

¹⁵ SARALE, *sub art. 2420 bis*, in *Comm. Cottino, Bonfante, Cagnasso, Montalenti*, cit., 1298.

¹⁶ Non può invece dubitarsi che ai soci non spetti alcun diritto di opzione sulle azioni di compendio, pena il venir meno della garanzia della «convertibilità» delle obbligazioni (CALVOSA, *sub art. 2420 bis*, cit., 964). Tuttavia, in assenza di un'esplicita chiarificazione del legislatore e sulla scorta del dibattito che aveva preceduto la novella del 1974 (cfr. *retro*, nt. 3), la dottrina ha cercato, con argomentazioni non sempre coincidenti, di coordinare la disposizione dell'art. 2420 bis, 2° co., con quella dell'art. 2441, che prevede in via generale l'offerta in opzione ai soci delle azioni di nuova emissione, tranne che nelle ipotesi e con le conseguenze a tal fine previste [cfr. BUONOCORE, *Le obbligazioni convertibili in azioni nella legge di riforma*, in *Giur. comm.*, 1974, I, 708 ss.; PORTALE, *Opzione e sovrapprezzo nella riforma azionaria*, *ivi.*, 1975, I, 207 ss.; RIVOLTA, *Profili della nuova disciplina del diritto di opzione nelle società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 1975, I, 519; NOBILI (VITALE), *La riforma delle società per azioni*, Milano, 1975, 232]. A fronte dell'idea che si tratti di un'ipotesi di esclusione legale, al pari di quella prevista per le azioni da liberarsi mediante conferimenti in natura (cfr., in particolare, CASELLA, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, cit., 179 ss.), si riscontra una differente impostazione che muove dal dato normativo dell'attribuzione ai soci (e ai possessori di obbligazioni convertibili precedentemente emesse) del diritto di opzione sulle obbligazioni convertibili di nuova emissione e dalla considerazione della sua funzione, per giungere a negare la sussistenza di una «*Bezugsrechtsfrage*» relativamente alle azioni di compendio: cfr., in tale direzione, DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, cit., in specie 56 ss.; CAMPOBASSO G.F., *Le obbligazioni*, cit., 455; ROSAPEPE, *L'esclusione del diritto di opzione degli azionisti*, Milano, 1988, 111; non del tutto dissonante la posizione di DONATIVI, *Le obbligazioni nelle società per azioni*, cit., 335, nt. 27, che, alla luce del combinato disposto degli artt. 2420 bis e 2441, ritiene di poter collocare l'ipotesi dell'emissione di obbligazioni convertibili in azioni in una zona «intermedia tra quella dell'ordinario riconoscimento ai soci attuali del diritto di opzione e quella delle ipotesi speciali di esclusione o limitazione del diritto di opzione: (...) una zona nella quale la tutela dei soci attuali è affidata al meccanismo dell'estensione del diritto di opzione anche alle obbligazioni convertibili (...), ma la cui effettività comporta che il socio attuale diventi, per lo meno *medio tempore* e nelle more della conversione, obbligazionista».

corso con i titolari di obbligazioni convertibili precedentemente emesse, per consentire loro di mantenere inalterata la propria percentuale di partecipazione alla società¹⁷.

Infine, qualora esistano diverse categorie di azioni e il diritto di conversione sia conferito in azioni di una sola di esse ovvero in misura non proporzionale, si ritiene necessario ottenere il consenso delle assemblee speciali, in conformità all'art. 2376 c.c., quale condizione di legittimità della deliberazione di emissione delle obbligazioni; e ciò in ragione del fatto che «a seguito della conversione può determinarsi una modifica del rapporto fra le varie categorie o una lesione dei diritti appartenenti alle altre categorie»¹⁸.

3. (Segue). L'allocazione delle competenze deliberative per l'emissione delle obbligazioni convertibili e il contenuto della relativa deliberazione

Il già rammentato rapporto di contestualità che deve sussistere fra la delibera di emissione delle obbligazioni convertibili e quella di aumento del capitale per un ammontare corrispondente a quello delle azioni da attribuire

¹⁷ La «parificazione di tutela» fra l'azionista e il possessore di obbligazioni convertibili – realizzata, sia pure limitatamente alla situazione soggettiva in esame, dall'art. 2441, 1° co. (LIBONATI, *Titoli di credito e strumenti finanziari*, Milano, 1999; sulla qualificazione della norma come «eccezionale», con conseguente inapplicabilità della stessa in via analogica, cfr., inoltre, DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, cit., 163) – si deve ad una scelta del legislatore della miniriforma del 1974, intesa a consentire ad entrambe le categorie di preservare il contenuto sia patrimoniale che amministrativo dei titoli posseduti (cfr., da ultimo, LUONI, *Le obbligazioni convertibili*, cit. 650, dove ulteriori riferimenti; per la precisazione che il diritto di opzione sugli aumenti di capitale a pagamento non altera la natura obbligazionaria della posizione del possessore di obbligazioni convertibili, in quanto appare propriamente rivolto a salvaguardare in via immediata il valore economico dell'investimento, cfr. CAMPOBASSO G.F., *Le obbligazioni*, cit., 447). Non sembra superfluo segnalare che la preoccupazione di limitare la portata di quella che sarebbe altrimenti apparsa come un'ingiustificata compressione del diritto di opzione degli azionisti (cfr., in tal senso, PORTALE, *Opzione e sovrapprezzo nella riforma azionaria*, cit., 212) aveva indotto una parte della dottrina a sostenere che il diritto di opzione potesse essere esercitato dai possessori di obbligazioni convertibili solo a condizione che costoro avessero già esercitato il diritto di conversione (BUSSOLETTI, *La posizione del possessore di obbligazioni convertibili*, cit., 50) e a suggerire – sul presupposto che il diritto di opzione sarebbe un diritto proprio delle azioni da offrire in conversione – di prevedere un ulteriore aumento del capitale, da riservare alle azioni offerte in conversione e da sottoscrivere al momento della conversione o, in alternativa, di accantonare una parte proporzionale delle azioni di nuova emissione, da riservare alle azioni di compendio (CAVALLO BORGIA, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, Milano, 1978, 157 s.; cfr., inoltre, per l'accoglimento della tesi restrittiva appena riferita, AUDINO, *sub art. 2420 bis.*, cit., 1335, dove ulteriori riferimenti).

¹⁸ CALVOSA, *sub art. 2420 bis*, cit., 965, la quale riprende le indicazioni di DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, cit., 116 ss.; in senso conforme anche GIANNELLI A., *sub art. 2420 bis*, cit., 277.

in conversione giustifica l'allocazione della relativa competenza in capo all'assemblea straordinaria¹⁹, secondo una linea divergente da quella adottata in via generale dall'art. 2410²⁰ e salva la possibilità, prevista dal successivo art. 2420 *ter*, che lo statuto attribuisca agli amministratori la facoltà di emettere in una o più volte obbligazioni convertibili, fino ad un ammontare determinato e per il periodo massimo di cinque anni dalla data di iscrizione della società nel registro delle imprese²¹.

La delibera deve indicare il rapporto di cambio, il periodo e le modalità della conversione²²; e ciò al fine di consentire ai possessori delle obbligazioni convertibili di optare tra il rimborso di queste ultime e la sottoscrizione di azioni della società alla stregua del prefissato rapporto di cambio, ovvero dell'entità della partecipazione azionaria conseguibile in cambio di un determinato numero di obbligazioni aventi un dato valore nominale²³. Peraltro,

¹⁹ Cfr., al riguardo, CAPOLINO, *sub art. 2420 bis*, cit., 573, che giustifica tale previsione alla luce del vincolo comunitario derivante dall'art. 25 della Seconda direttiva (77/91/CEE del 13.12.1976), inteso a riservare all'assemblea le deliberazioni aventi ad oggetto l'aumento di capitale.

²⁰ Pone l'accento sulla netta differenza fra la norma in esame e il modello legale di allocazione della competenza deliberativa per l'emissione delle obbligazioni non convertibili, PISANI, *Le obbligazioni*, in *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum Gian Franco Campobasso, 1, Torino, 2007, 771.

²¹ Sui limiti e le condizioni della delega al consiglio di amministrazione per l'emissione delle obbligazioni convertibili, cfr. *infra*, *sub art. 2420 ter*.

²² Coerentemente con la disposizione summenzionata, che rimette la regolazione della conversione alla delibera di emissione e quindi al regolamento (o manifesto) del prestito, il 6° co. dell'articolo in commento stabilisce che devono essere riportate nei titoli obbligazionari, a integrazione del contenuto documentale prescritto in via generale dall'art. 2414, «il rapporto di cambio e le modalità della conversione». Si afferma al riguardo (GIANNELLI A., *sub art. 2420 bis*, cit., 283) la necessità di garantire (anche) mediante adeguata evidenza cartolare la conoscenza di tali elementi tipizzanti del prestito convertibile, in ossequio al principio della letteralità dei titoli obbligazionari, la cui valorizzazione costituisce uno degli «aggiustamenti di minore impatto, quasi nascosti tra le pieghe della nuova disciplina», operati dalla riforma del 2003 (PISANI, *Le obbligazioni*, cit., 768). In applicazione di tale principio, si ritiene che anche il periodo di conversione, ancorché non sia espressamente menzionato dal 6° co. dell'art. 2420 *bis*, debba essere riportato nel contesto letterale del titolo, fermo restando che, trattandosi di titoli a «letteralità indiretta», pur in mancanza di espressa indicazione, a una richiesta di conversione non conforme ai termini e/o alle condizioni stabiliti nella delibera di conversione (regolarmente iscritta nel registro delle imprese) la società emittente potrebbe legittimamente opporre un'eccezione di tipo reale (DONATTI, *Le obbligazioni nelle società per azioni*, cit., 349, nt. 61). È il caso di precisare, infine, che le prescrizioni in discorso trovano applicazione per i «titoli obbligazionari» in forma cartacea e che in caso di dematerializzazione devono essere adattate ai diversi principi ad essa sottesi (GIANNELLI A., *sub art. 2420 bis*, 284).

²³ Cfr., al riguardo, CAMPOBASSO G.F., *Le obbligazioni*, cit., 453, testo e nt. 17, secondo il quale il rapporto di cambio, comunque formulato, esprime non solo il rapporto fra il numero dei titoli scambiati, ma anche e necessariamente il rapporto fra i corrispondenti valori

al rilievo essenziale rivestito dai predetti elementi, tanto che la loro assenza comporterebbe la lacunosità, e conseguentemente il vizio, della delibera di emissione, fa riscontro la mancanza di qualsiasi criterio legislativo per la determinazione dei medesimi²⁴.

Con riferimento alla fissazione del rapporto di cambio, permangono le incertezze evidenziate prima della riforma del 2003 in ordine al metodo di calcolo da seguire, essendo discusso se il rapporto in questione debba essere fissato in modo rigido ed uniforme per tutto il periodo di conversione (metodo matematico ed aprioristico)²⁵, o se possano adottarsi criteri più articolati e flessibili, purché non contrastanti con l'esigenza di predefinire la cifra massima del capitale sociale (per la quale dovrà essere deliberato l'aumento) che potrà essere sottoscritta in sede di conversione²⁶.

Scevera da profili problematici specifici è la seconda delle prescritte determinazioni assembleari, relativa al periodo e alle modalità della conversione. È incontrovertibile che il periodo della conversione – ossia il termine (o i termini) iniziale(i) e finale(i) per l'esercizio del diritto di conversione – possa

nominali; a conclusioni non del tutto divergenti giungono, all'esito di articolate dimostrazioni, DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, cit., 89 ss.; nonché CASELLA, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, cit., 234; mentre più nette e *tranchant* appaiono le tesi di BUSOLETTI, *La posizione del possessore di obbligazioni convertibili*, cit., 52, ad avviso del quale «il rapporto di cambio è un numero, precisamente un rapporto, una frazione, in cui al numeratore e al denominatore stanno i numeri dei titoli scambiati fra loro» (corsivi nell'originale), e di FAZZUTI, *Obbligazioni convertibili e modifica del rapporto di cambio*, in *Giur. comm.*, 1977, I, 926, il quale ritiene che «il rapporto di cambio delle obbligazioni in azioni sarà allora dato dalla frazione che indica il rapporto fra la misura delle azioni e quella delle obbligazioni e andrà correttamente espresso come rapporto fra i rispettivi valori nominali». Si nota, poi, che in caso di obbligazioni con indicizzazione o clausola parametrica relativamente al capitale, ogni modifica dell'importo rimborsabile a scadenza (o alle diverse scadenze pattuite nel regolamento) comporterà un aggiustamento del rapporto di cambio fissato *ab origine* (GIANNELLI A., *sub art. 2420 bis*, cit., 269; CAVALLO BORGIA, *Società per azioni. Delle obbligazioni*, cit., 239; aderisce a questa ricostruzione anche LUONI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 577).

²⁴ Evidenzia tale distonia, GIANNELLI A., *sub art. 2420 bis*, cit., 273.

²⁵ In tal senso, BUONOCORE, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, cit., 721; SIMONETTO, *Le obbligazioni convertibili in azioni. Alcune questioni di base*, in *Bilancio d'esercizio*, I, Padova, 1976, 218 s.; CAVALLO BORGIA, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, cit., 110; NOBILI (VITALE), *La riforma delle società per azioni*, cit., 228.

²⁶ In quest'ottica, si ritiene ammissibile la previsione di diversi rapporti di cambio in relazione al periodo in cui la conversione verrà esercitata (CAMPOBASSO G.F., *Le obbligazioni*, cit., 453 s.; LIBONATI, *Titoli di credito e strumenti finanziari*, cit., 227), come pure la fissazione, accanto al rapporto di cambio massimo (ovvero il prezzo di conversione minimo), di altri via via decrescenti riferiti al tempo o alla quantità di obbligazioni per le quali sia effettivamente esercitata la facoltà di conversione (DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, cit., 97 s.; nonché, dopo la riforma del 2003, SARALE, *sub art. 2420 bis*, cit., 1299).

essere fissato con la più ampia libertà: esso potrà coincidere, quindi, con l'intera durata del prestito o essere previsto per un tempo inferiore, consentendo comunque la conversione in ogni momento nei termini fissati (c.d. convertibilità «continua»)²⁷; oppure potrà articolarsi nella previsione di uno o più periodi predeterminati; o, ancora, potrà coincidere con la data di rimborso del prestito (o le date se è previsto un ammortamento progressivo)²⁸. Ugualmente legittima deve ritenersi una clausola che legittimi la società emittente a fissare ulteriori periodi di conversione, in aggiunta a quelli predeterminati, o – al fine di «forzare» la conversione²⁹ – le consenta di anticipare la scadenza del termine originariamente indicato (in concomitanza o meno con l'anticipazione del termine di rimborso)³⁰.

Il regolamento di emissione potrà disciplinare, altresì, le modalità della conversione, le quali riguarderanno, ad esempio, le forme con cui presentare la domanda di conversione o la circostanza che la stessa debba essere indirizzata direttamente alla società emittente o a un intermediario appositamente autorizzato³¹.

4. L'esercizio del diritto di conversione

Il rapporto sottostante alle obbligazioni convertibili può ricondursi – secondo l'opinione prevalente – ad un negozio misto mutuo-opzione³² ovvero ad un'ipotesi di collegamento negoziale (genetico e funzionale) fra mutuo obbligazionario e patto di opzione relativo alle partecipazioni azionarie

²⁷ A tale ipotesi di conversione continua fa appunto riferimento il 3° comma dell'articolo qui esaminato, là dove obbliga gli amministratori a provvedere nel primo mese di ogni semestre all'emissione delle azioni spettanti agli azionisti che hanno chiesto la conversione nel semestre precedente (AUDINO, *sub art. 2420 bis*, cit., 1347; nonché, prima della riforma del 2003, CAMPOBASSO G.F., *Le obbligazioni*, cit., 454).

²⁸ Cfr., sulle diverse soluzioni prospettabili, CAMPOBASSO G.F., *Le obbligazioni*, cit., 454; DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, cit., 98 s.; GIANNELLI A., *sub art. 2420 bis*, cit., 273.

²⁹ Si esprime così DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, cit., 99.

³⁰ LIBONATI, *Titoli di credito e strumenti finanziari*, cit., 227; DONATIVI, *Le obbligazioni*, cit., 351, ad avviso del quale nulla impedirebbe altresì di introdurre al riguardo delle condizioni sospensive e/o risolutive, autonomamente o congiuntamente con la previsione di termini iniziali e/o finali.

³¹ Cfr. CAVALLO BORGIA, *Società per azioni. Delle obbligazioni*, cit., 307; EAD., *Le obbligazioni convertibili in azioni*, cit., 264 ss.; CAMPOBASSO G.F., *Le obbligazioni*, cit., 472, che riconosce in capo alla società emittente, in assenza di diverse specificazioni convenzionali, la facoltà di avvalersi dello *ius variandi* in ogni momento del previsto periodo di conversione.

³² Cfr., per questa impostazione, SIMONETTO, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, cit., 200.

della società emittente³³. Il diritto di conversione è dunque qualificato come diritto (potestativo) di opzione (art. 1331 c.c.), con effetti reali e possibilità, in caso di inottemperanza da parte della società, di ricorrere al rimedio dell'esecuzione forzata in forma specifica «per consegna o rilascio» sulle azioni di nuova emissione³⁴.

Discende da tale ricostruzione che la comunicazione della richiesta di conversione da parte dell'obbligazionista vale come accettazione della proposta irrevocabile ad esso rivolta dalla società *ex art. 1331 c.c.*, sicché, una volta pervenuta a quest'ultima, determina l'immediato perfezionamento del contratto di sottoscrizione. L'obbligazionista diviene così azionista a tutti gli effetti, inclusi quelli derivanti dal fallimento della società, anche se il rilascio dei titoli avviene in un momento successivo³⁵.

La dottrina prevalente sostiene che con l'esercizio del diritto di conversione si attui una novazione causale del rapporto di mutuo obbligazionario in rapporto di partecipazione azionaria³⁶, piuttosto che una compensazione

³³ Sul collegamento negoziale, cfr. CAVALLO BORGIA, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, cit., 235 ss., 242 ss., dove ampi richiami all'opzione.

³⁴ Questa ricostruzione (prospettata, fra gli altri, da BUONOCORE, *Le obbligazioni convertibili in azioni nella legge di riforma*, cit., 716; POLI, *Obbligazioni convertibili e fallimento*, in *Riv. società*, 1976, 1136; CASELLA, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, cit., 177 s.; CLARIZIA, *Le obbligazioni nella società per azioni*, cit., 649 s.; CAMPOBASSO G.F., *Le obbligazioni*, cit., 444; BUSSOLETTI, *La posizione del possessore di obbligazioni convertibili*, cit., 15 s. DE LUCA, STAGNO D'ALCONTRES, *Obbligazioni di società*, cit., 823; e condivisa poi da CALVOSA, *sub art. 2420 bis*, cit., 967; AUDINO, *sub art. 2420 bis*, cit., 1345; DONATIVI, *Le obbligazioni nelle società per azioni*, cit., 346; LUONI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 633 s.; CAPOLINO, *sub art. 2420 bis*, cit., 566) è, infine, prevalsa su quella secondo cui si tratterebbe, invece, di un contratto preliminare unilaterale, sicché «se l'obbligazionista opta per la conversione, il contratto definitivo di trasferimento delle azioni dalla società all'obbligazionista sorge per effetto della richiesta di conversione, che vale come proposta contrattuale, e dell'emissione delle azioni, che costituisce l'accettazione della società»; da tale impostazione si trae la conseguenza che l'obbligazionista rimarrebbe creditore della società anche dopo la dichiarazione di conversione, fino all'emissione delle azioni, conservando altresì il diritto di percepire gli interessi sui titoli [NOBILI (VITALE), *La riforma delle società per azioni*, cit., 235 s.].

³⁵ CAMPOBASSO G.F., *Le obbligazioni*, cit., 444 e 472; nonché BUSSOLETTI, *La posizione del possessore di obbligazioni convertibili*, cit., 14 s.; *Id.*, *Obbligazioni convertibili, con warrant, con partecipazioni agli utili*, cit., 263 s., che tuttavia propone di considerare l'emissione del prestito obbligazionario convertibile come una particolare tecnica di aumento del capitale, cosicché la conversione determinerebbe la conclusione, frazionata idealmente in semestri, di un'operazione di aumento di capitale cominciata già con la sottoscrizione delle obbligazioni e il relativo versamento in contanti.

³⁶ La tesi surriferita (originariamente formulata da FERRI, *Le società*, in *Tratt. Vassalli*, 3^a ed., X, Torino, 1987, 539 ed accolta da CAMPOBASSO G.F., *Le obbligazioni*, cit., 445 s.; DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, cit., 274; LIBONATI, *Titoli di credito e strumenti finanziari*, cit., 228; DE LUCA, STAGNO D'ALCONTRES, *Obbligazioni di società*, cit., 824) appare

fra il credito incorporato nel titolo obbligazionario e l'obbligo derivante dalla sottoscrizione delle azioni³⁷.

Nell'intento di contemperare il diritto alla conversione con l'interesse della società a contenere i relativi oneri economici e organizzativi, l'articolo in commento dispone, al 3° comma, che, a prescindere dalla data in cui sia pervenuta alla società la richiesta di conversione, l'emissione delle azioni avviene nel primo mese del semestre successivo e l'attestazione di avvenuto aumento del capitale deve essere depositata presso il registro delle imprese nel mese ancora successivo³⁸. La medesima disposizione fa espresso rinvio,

tuttora preferibile, alla luce della considerazione che con la manifestazione di volontà diretta ad esercitare il diritto di conversione si realizza un fenomeno ad un tempo costitutivo ed estintivo (CAPOLINO, *sub art. 2420 bis*, cit., 566; AUDINO, *sub art. 2420 bis*, cit., 1346 s.; DONATTI, *Le obbligazioni nelle società per azioni*, cit., 347; LUONI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 636 s.).

³⁷ Preme segnalare come la dottrina incline a costruire la vicenda in esame in termini di compensazione fra il credito dell'obbligazionista nei confronti della società e l'obbligo di conferimento nascente con la proposizione della richiesta di conversione non abbia potuto fare a meno di prendere in considerazione le interferenze fra la proposta ricostruttiva appena accennata e talune questioni contigue, come quella attinente alla necessità di sottoporre il conferimento effettuato dall'obbligazionista al procedimento di stima *ex art. 2343 c.c.*; o, ancora, quella della legittimità della compensazione, in sede di aumento del capitale, del credito vantato dal conferente verso la società. Il primo quesito è stato risolto negativamente in base al rilievo che quello effettuato dall'obbligazionista sarebbe un conferimento in denaro (CAVALLO BORGIA, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, cit., 269 ss.); o che, pur trattandosi di conferimento di credito, non sarebbe necessaria l'osservanza delle norme dell'art. 2343, data la specialità della fattispecie e della disciplina dell'art. 2420 bis (MINERVINI, *Obbligazioni convertibili in azioni*, cit., 328 s.; CASELLA, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, cit., 92 ss.). Il secondo problema – già ritenuto insuscettibile di influenzare negativamente la fondatezza della costruzione sopra richiamata (cfr., ancora, MINERVINI, *op. cit.*, 324 s.; CASELLA, *op. cit.*, in specie 114 ss. e 200) – può dirsi ormai superato anche alla luce della posizione di segno favorevole assunta dalla prevalente dottrina (cfr., dopo la riforma del 2003, MARTORANO, *Compensazione del debito per conferimento*, in *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum Gian Franco Campobasso, cit., 1, 521 ss.) e giurisprudenza (cfr. Cass., 5-2-1996, n. 936, in *Giur. comm.*, 1997, II, 23; Cass., 24-4-1998, n. 4236, in *Foro it.*, 1998, I, 2892; Cass., 5-2-2006, n. 936; Cass., 19-3-2009, n. 6711) in ordine alla possibilità per il socio conferente di opporre in compensazione alla società un proprio credito nei confronti della stessa.

³⁸ In effetti, sebbene la norma faccia genericamente riferimento al «mese successivo», si ritiene che il mese entro il quale procedere al deposito dell'attestazione di avvenuto aumento del capitale presso il registro delle imprese debba decorrere dal giorno in cui la società abbia effettuato (ovvero, in caso di pluralità di richieste, abbia terminato) l'emissione delle azioni in conversione. Non potendosi trarre indicazioni univoche e vincolanti dal dato letterale, mette conto richiamare l'argomento sistematico ricavabile dal coordinamento con l'art. 2444 c.c. e con i principi generali in materia di pubblicità nel registro delle imprese, i cui termini decorrono sempre dal perfezionamento della fattispecie oggetto dell'iscrizione o del deposito. Si osserva, peraltro, che poiché la principale conseguenza del ritardo con cui la società emittente dovesse procedere al deposito consiste nel divieto di menzionare il nuovo capitale negli atti e nella corrispondenza (secondo il combinato disposto degli artt. 2420 bis, 3° co., ultimo

inoltre, alla norma di cui al 2° co. dell'art. 2444, a mente della quale prima dell'iscrizione dell'attestazione suddetta «l'aumento di capitale non può essere menzionato negli atti della società». Alla luce di tale richiamo pare doversi escludere anche la possibilità di menzionare negli atti e nella corrispondenza della società l'aumento di capitale semplicemente deliberato a disposizione delle richieste di conversione³⁹, sebbene resista una diversa interpretazione favorevole a farne menzione, ovviamente in maniera chiara e separata rispetto a quella relativa al capitale sottoscritto⁴⁰.

5. Vicende societarie durante il periodo di conversione

Il 4° e 5° comma dell'articolo in esame fanno riferimento a talune vicende societarie suscettibili di incidere sulla posizione dei possessori di obbligazioni convertibili, considerati non solo nella loro veste attuale di creditori, ma anche in quella futura di azionisti. Tuttavia, non ogni operazione può acquistare rilievo giuridico ai fini della tutela della situazione differenziale di questa categoria di obbligazionisti, bensì s'impone una specifica regolamentazione solo di quelle vicende societarie che, implicando il cambiamento della struttura organizzativa e finanziaria esistente al momento dell'emissione dei titoli, si ripercuotono direttamente sull'eventuale futura posizione dei possessori di obbligazioni convertibili all'interno della compagine sociale⁴¹.

periodo, e 2444, 2° co.), è interesse e onere della società medesima procedere nel più breve tempo possibile (cfr., per queste considerazioni, DONATIVI, *Le obbligazioni nelle società per azioni*, cit., 347, nt. 57).

³⁹ CALVOSA, *sub art. 2420 bis*, cit., 964, nt. 12; SARALE, *sub art. 2420 bis*, cit., 1297; DONATIVI, *Le obbligazioni nelle società per azioni*, cit., 348 s.

⁴⁰ Questa possibilità era considerata ammissibile prima della riforma da BUONOCORE, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, cit., 717, nt. 26; CAVALLO BORGIA, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 101, secondo la quale vi sarebbe l'esigenza di rendere noto ai terzi l'esistenza di una delibera di aumento di capitale destinata alla conversione; CASELLA, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 187 s., che non ravvisa alcun ostacolo a che la società indichi, non solo nello statuto, ma anche sulla carta intestata o in altri documenti l'effettivo ammontare del capitale sociale, con un'ulteriore annotazione che informi dell'aumento deliberato e della sua destinazione a servizio di obbligazioni convertibili; CAMPOBASSO G.F., *Le obbligazioni*, cit., 455; dopo la riforma del 2003, GALGANO, *Il nuovo diritto societario*, in *Tratt. Galgano*, XXIX, Padova, 2004, 411.

⁴¹ CAMPOBASSO G.F., *Le obbligazioni*, cit., 456, il quale chiarisce che rientrano «nell'alea normale del tipo di investimento prescelto le oscillazioni del valore reale della partecipazione azionaria conseguibile derivanti dai rischi connessi alla gestione dell'impresa societaria» e che contro tale tipo di alterazioni del contenuto del diritto di conversione l'obbligazionista non può avvalersi di mezzi di tutela ulteriori rispetto a quelli desumibili dai principi generali che regolano l'esecuzione del contratto; su posizioni non dissimili anche CASELLA, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 124, che richiama anche gli strumenti di protezione attribuiti ai creditori in genere a fronte di una cattiva gestione che riduca o vanifichi la garanzia patrimoniale generica

Fatta questa constatazione, si rileva, peraltro, l'orientamento chiaramente restrittivo del nostro legislatore nella selezione delle modificazioni strutturali che esigono un tipo di tutela sottratta all'elasticità della regolamentazione convenzionale, atteso che costituiscono oggetto di specifica disciplina le «sole modificazioni dell'atto costitutivo che comportano (direttamente o indirettamente) variazioni del capitale sociale e, quindi, delle basi organizzative della società»⁴². Quanto, poi, alle tecniche di protezione rivolte a contemperare i contrapposti interessi dei soci attuali e degli obbligazionisti, può cogliersi l'intento di garantire in misura significativa l'autonomia organizzativa della società, affidando la tutela degli obbligazionisti legittimati alla conversione a soluzioni eterogenee⁴³, consistenti – come si cercherà di chiarire

della società emittente (artt. 1186 e 1820 c.c., qualora il patrimonio sociale sia talmente intaccato da porre in dubbio il pagamento degli interessi e, addirittura, il rimborso del capitale; artt. 2394 e 2395 c.c., in tema di responsabilità degli amministratori rispettivamente verso i creditori in genere e verso il singolo creditore sociale).

⁴² CAMPOBASSO G.F., *Le obbligazioni*, cit., 457. È appena il caso di notare come il possessore di obbligazioni convertibili sia senz'altro sensibile anche ad altre deliberazioni societarie non prese in considerazione dal legislatore, quali ad esempio la modificazione dell'oggetto sociale, il trasferimento della sede sociale all'estero, la proroga della durata o lo scioglimento anticipato della società (AUDINO, *sub art. 2420 bis*, cit., 1354, nt. 58). Ferma restando la validità ed efficacia di tali delibere, si ammette la possibilità di configurare un inadempimento contrattuale della società, qualora ad esse consegua, in via mediata e riflessa, la perdita del diritto di conversione o una modifica della relativa disciplina; mentre si tende ad escludere che tali delibere debbano essere preventivamente approvate dall'assemblea degli obbligazionisti o che, in mancanza, i singoli possessori di obbligazioni convertibili possano esperire l'azione di risoluzione per inadempimento o l'azione diretta ad ottenere l'eliminazione degli effetti pregiudizievoli. Ed invero, se la scelta legislativa è quella di restringere la sfera delle lesioni giuridicamente rilevanti del diritto di conversione ai soli atti che precludono l'esercizio dello stesso nei termini e secondo le modalità convenute, ovvero alterano la misura della partecipazione sociale originariamente promessa, deve concludersi che la possibilità di mantenere l'iniziale posizione di creditore, astenendosi dal convertire, è valutata dall'ordinamento (e può essere considerata dall'interprete) protezione adeguata di fronte ad ogni vicenda societaria (di natura gestoria o strutturale) dalla quale non derivino gli effetti sopra indicati (così CAMPOBASSO G.F., *op. cit.*, 471 s.). Preme tuttavia segnalare il delinearsi, in specie dopo la riforma, di un diverso orientamento incline a ritenere necessaria l'approvazione da parte dell'assemblea degli obbligazionisti delle modifiche statutarie in questione, quali ipotesi equiparabili a una modificazione delle condizioni del prestito (cfr. CALVOSA, *sub art. 2420 bis*, cit., 966; nonché GINEVRA, *Le obbligazioni*, cit., 350, il quale, considerando tali decisioni comunque rilevanti sul piano dell'interesse dell'obbligazionista ad avvalersi effettivamente della facoltà di conversione, in quanto incidenti su elementi caratterizzanti l'attività e magari attentamente considerati dall'investitore nell'assumere la decisione di sottoscrizione, si spinge sino ad ipotizzare la possibilità di impugnazione delle delibere dei soci da parte del rappresentante comune, qualora sia ravvisabile un abuso da parte dei soci o della maggioranza di essi).

⁴³ LIBONATI, *Titoli di credito e strumenti finanziari*, cit., 229, che aggiunge come l'interesse dei possessori di obbligazioni convertibili sia tutelato «in via sussidiaria e marginale»,

meglio più avanti – ora nella facoltà di conversione anticipata, stabilita nelle ipotesi di riduzione volontaria del capitale e di modifica delle disposizioni statutarie concernenti la ripartizione degli utili (secondo la disciplina dettata dal 4° comma dell'articolo in commento), nonché di fusione (art. 2503 *bis*, applicabile anche alla scissione ai sensi dell'art. 2506 *ter*, ult. co.), ora nell'adeguamento del rapporto di cambio, previsto in caso di aumento gratuito del capitale o di sua riduzione per perdite dal 5° comma della disposizione qui commentata.

Più esattamente, è stabilito che, in pendenza del prestito obbligazionario, la società non può deliberare né la riduzione volontaria del capitale sociale, né la modificazione delle clausole statutarie riguardanti la ripartizione degli utili, se non consente ai possessori di obbligazioni convertibili di convertirle anticipatamente in azioni (e a ciò li inviti espressamente)⁴⁴. L'avviso che attribuisce la facoltà di conversione anticipata deve essere depositato presso il registro delle imprese non più tardi del novantesimo giorno antecedente la data dell'assemblea chiamata a deliberare su tali materie; il termine per la conversione è fissato nei trenta giorni dalla data di iscrizione dell'avviso. Analoga disposizione è dettata per i casi di fusione e scissione, con la particolarità che l'avviso deve essere pubblicato nella Gazzetta Ufficiale almeno novanta giorni prima dell'iscrizione o della pubblicazione del progetto⁴⁵. È altresì previsto, a tutela degli obbligazionisti che non si siano avvalsi della facoltà di conversione anticipata, che agli stessi siano assicurati «diritti

assoggettandoli, in quanto potenzialmente partecipi all'organizzazione societaria, alle decisioni della medesima assunte secondo le regole prescritte.

⁴⁴ Non è sfuggito alla dottrina (COSTA, *La convertibilità anticipata nel sistema delle obbligazioni convertibili in azioni*, in *Riv. società*, 1980, 78) che la soluzione normativa prescelta risiede nell'adozione della «forma divieto-eccezione per sancire in realtà l'ammissibilità delle delibere in oggetto col solo limite dell'obbligo di concedere ai portatori la possibilità di convertire anticipatamente con la procedura prevista in questo comma. Il divieto è dunque fittizio, mentre l'eccezione assurge a caso generale e a vera regolamentazione dell'istituto».

⁴⁵ Sembra preferibile ritenere che, pure in mancanza di tale adempimento, la delibera assembleare sia valida, dovendosi applicare i normali rimedi contro l'inadempimento di un obbligo assunto *ex lege* nei confronti degli obbligazionisti: cfr., in tal senso, NOBILI (VITALE), *La riforma delle società per azioni*, cit., 276; DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 198, nt. 143; CAMPOBASSO G.F., *Obbligazioni convertibili. Procedimento diretto*, in *Soc.*, 1991, 303, che argomenta dall'assenza nell'art. 2503 *bis* di ogni riferimento ad un supposto divieto di deliberare la fusione in pendenza di un prestito obbligazionario, tanto da suggerire che la tutela degli obbligazionisti si risolva nell'obbligo per la società di consentire loro l'esercizio anticipato del diritto di conversione; considera, invece, la concessione della convertibilità anticipata una condizione di legittimità della delibera assembleare, con la possibilità di esperire l'azione di nullità in base all'art. 2379 c.c., COSTA, *La convertibilità anticipata nel sistema*, cit., 118, nt. 99.

equivalenti» a quelli spettanti loro prima della fusione (o della scissione), salvo che la relativa modificazione sia stata approvata dall'assemblea *ex art.* 2415 (art. 2503 *bis*, 3° co. e art. 2506 *ter*, 5° co. per la scissione)⁴⁶.

La *ratio* di questa disciplina è individuata nella circostanza che le deliberazioni in essa contemplate, pur essendo sprovviste di un'incidenza diretta sulle obbligazioni convertibili o sul rapporto di cambio (diversamente dai casi di cui al 5° comma) ed inadeguate a recare alcun danno economico al portatore delle obbligazioni medesime, determinano una sorta di modificazione delle caratteristiche della società di cui l'obbligazionista potrebbe diventare socio⁴⁷. In ciò può cogliersi l'interesse del convertista, tutelato dalla

⁴⁶ La soluzione legislativa appare coerente con la natura giuridica della fusione e della scissione, quali operazioni evolutive-modificative piuttosto che estintive-costitutive con relativo fenomeno successorio (cfr., fra gli altri, COSTA, *La convertibilità anticipata*, cit., 115 ss.; DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 211 s.; DONATIVI, *Le obbligazioni*, cit., 353, nt. 76).

⁴⁷ Il punto è efficacemente illustrato da COSTA, *La convertibilità anticipata*, cit., 96 s., il quale – volendo evidenziare il tratto unificante delle singole fattispecie in esame – osserva che si tratta di «operazioni che correttamente eseguite non possono recare alcun danno economico al portatore di obbligazioni convertibili in quanto tale. Se un danno può derivargli, questo nasce dal fatto che il convertista che voglia divenire socio si troverà a partecipare ad una società con caratteristiche diverse da quella i cui titoli aveva originariamente sottoscritto». Se questa è la ragione alla base dell'assimilazione normativa delle diverse ipotesi, non può tuttavia sottacersi che ciascuna di esse solleva problemi diversi (cfr., al riguardo, CAMPOBASSO G.F., *Le obbligazioni*, cit., 465, nt. 27; nonché LUONI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 684 ss.). Con riferimento alla riduzione volontaria del capitale, occorre tener presente che laddove l'operazione sia attuata mediante annullamento delle azioni senza mutamento del valore nominale delle rimanenti, l'obbligazionista otterrà in sede di conversione una quota percentualmente maggiore di quella originariamente conseguibile, ma rappresentativa di un patrimonio netto minore. Se invece la riduzione avviene mediante la riduzione proporzionale del valore nominale delle azioni, gli obbligazionisti rischiano di subire un pregiudizio economico, ricevendo lo stesso numero di azioni, ma con un valore nominale inferiore. A fronte di tale evenienza, le soluzioni prospettabili possono consistere nel rimborsare agli obbligazionisti che convertano successivamente alla delibera di riduzione del capitale una somma pari alla differenza fra il valore nominale attuale delle azioni loro attribuite e quello originario (CASELLA, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 214 ss.) oppure, come sembra preferibile, nel modificare il rapporto di conversione ricalcolando il numero delle azioni di compendio in misura proporzionale al mutato valore nominale delle azioni in circolazione, cosicché non muti in termini di valore nominale il loro importo complessivo (DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 202). La modificazione delle clausole statutarie relative alla ripartizione degli utili – ipotesi, questa, intesa in senso ampio, comprensiva, ad esempio, delle delibere che introducano in statuto vincoli alla distribuzione degli utili, limitandone l'accantonamento a riserve straordinarie al fine di favorire gli azionisti privilegiati, o limitandone, invece, la distribuzione al fine di incrementare le riserve (v., per una esemplificazione, DONATIVI, *Le obbligazioni*, cit., 361) – può incidere solo sulla redditività futura delle azioni di compendio. Infine, merita porre in luce che gli effetti della fusione per i possessori di obbligazioni convertibili in azioni (e, conseguentemente, la necessità di riconoscere «diritti equivalenti» a coloro che non abbiano esercitato la facoltà di conversione anticipata) si atteggiano diversamente a seconda della forma in cui

disposizione in esame mediante la facoltà ad esso riconosciuta di acquisire la qualità di socio prima dell'assemblea e di poter partecipare al procedimento deliberativo, nonché di avvalersi di tutti gli strumenti di autotutela, sia preventiva che successiva, riconosciuti agli azionisti⁴⁸.

In modo consequenziale a quanto si è appena detto, si segnala in dottrina l'esigenza che le azioni da offrire in conversione siano emesse dagli amministratori in tempo utile per consentire agli azionisti di partecipare all'assemblea; inoltre, l'avviso dovrà contenere informazioni precise ed esaurienti sul contenuto della delibera da adottare in modo tale da consentire loro di compiere una scelta consapevole.

Quanto alle modalità di esercizio della conversione anticipata, esse andranno diversamente modulate a seconda di come sono in concreto disciplinate condizioni e tempistiche di esercizio della conversione ordinaria. Giova precisare che, laddove la convertibilità delle obbligazioni sia subordinata a termini iniziali o a condizioni sospensive o sia vincolata a determinate finestre temporali, la società che intenda assumere una delle deliberazioni in discorso dovrà concedere un'eccezionale facoltà di conversione, «anticipata» rispetto a quella che sarebbe stata la tempistica ordinaria di esercizio del diritto di conversione. Nei casi, invece, di convertibilità c.d. «continua» o di previsione di finestre temporali di esercizio piuttosto ampie, per consentire l'esercizio della facoltà di conversione anticipata si dovrà introdurre una deroga straordinaria ai termini di preavviso e, dunque, ai tempi concessi alla società per l'emissione delle azioni di compendio, che dovrebbero essere modificati, qualora fossero più lunghi di quelli prescritti dagli artt. 2420 bis,

l'operazione in discorso venga concretamente attuata. Infatti, mentre nel caso di conversione in azioni dell'incorporante si determina solo una diluizione in termini percentuali del diritto di conversione (la quale rappresenta, però, un effetto «naturale» della fusione), qualora le obbligazioni convertibili siano state emesse dall'incorporata (fusione per incorporazione) o da una delle società fuse (fusione propria), per assicurare ai convertisti diritti equivalenti a quelli loro spettanti prima della fusione, occorrerà modificare il rapporto di conversione in relazione a quello tra le azioni delle società fuse o incorporate e le azioni della società risultante dalla fusione o dall'incorporazione (c.d. «doppio rapporto di cambio»). In altri termini, la società incorporante o risultante dalla fusione dovrà deliberare un aumento di capitale a servizio delle obbligazioni convertibili emesse dall'incorporata o dall'altra società partecipante alla fusione, rideterminando il rapporto di conversione in base al rapporto di cambio (DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 214 ss.; LAMBERTI, *Obbligazioni convertibili in azioni e vicende societarie in pendenza del prestito*, in *Giur. it.*, 1993, IV, 38 ss.; PISANI, *Scissione in pendenza del prestito obbligazionario*, in *Riv. società*, 1997, 390; (SERRA) SPOLIDORO, *Fusioni e scissioni di società*, Torino, 1994, 128; SANTAGATA C., *Le fusioni*, in *Tratt. Colombo-Portale*, cit., 7, II, 263; LUONI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 696 ss.).

⁴⁸ CAMPOBASSO G.F., *Le obbligazioni*, cit., 466.

4° co., e 2503 bis, 2° co. (per la fusione e, per effetto del rinvio previsto nell'art. 2506 ter, 5° co., per la scissione), in modo da ridurli a quanto ivi previsto⁴⁹.

È discusso, altresì, se una volta scaduti i termini per la conversione anticipata, il possessore di obbligazioni convertibili conservi la possibilità di convertire successivamente alla deliberazione assembleare avente ad oggetto la riduzione volontaria del capitale, la modifica delle clausole statutarie concernenti la ripartizione degli utili, la fusione o la scissione, qualunque sia stato l'esito della stessa.

In base ad un primo orientamento, il periodo di conversione anticipata sostituisce quello originariamente previsto dal regolamento del prestito, con conseguente estinzione del diritto di conversione per coloro che non ne fruiscono. Si nota, fra l'altro, come questa soluzione, pur risolvendosi nel riconoscimento in capo alla società del potere di modificare unilateralmente una delle condizioni del prestito in deroga all'art. 2415, consentirebbe allo stesso emittente di evitare i complessi problemi di ridefinizione del rapporto di cambio, che potrebbero sorgere – come si è detto – in caso di riduzione volontaria del capitale⁵⁰. In tal senso deporrebbe, inoltre, il confronto con la richiamata disciplina della fusione e della scissione, là dove, con norma

⁴⁹ Cfr., per tali puntualizzazioni, DONATIVI, *Le obbligazioni nelle società per azioni*, cit., 362 s.; COSTA, *La convertibilità anticipata*, cit., 118.

⁵⁰ Cfr., a favore di questa soluzione, SIMONETTO, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, cit., 231; COLUSSI, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, cit., 605; CAMPOBASSO G.F., *Le obbligazioni*, cit., 466 s.; nonché, più di recente, MIRAGLIA, *Conversione anticipata delle obbligazioni*, in *Soc.*, 2004, 424 ss., il quale argomenta dalla considerazione degli effetti della riduzione volontaria del capitale sociale e della modifica delle clausole statutarie concernenti la ripartizione degli utili sull'originario rapporto di cambio e sul «rapporto di forze» fra i soci attuali e gli obbligazionisti convertibili, dato dalla relazione quantitativa fra capitale sociale «effettivo» e capitale sociale al servizio della conversione. Muovendo da tale angolo visuale si ritiene che a seguito della conversione debba permanere il medesimo rapporto di forze inizialmente programmato e che, di conseguenza, un esercizio del diritto di conversione in un momento successivo all'adozione delle delibere in discorso sia consentito solo laddove tale rapporto non sia alterato. Richiamando quanto in precedenza osservato in tema di riduzione volontaria attuata mediante diminuzione del numero delle azioni, ossia il fatto che l'obbligazionista riceve una partecipazione al capitale percentualmente maggiore di quella convenuta, appare difficile negare che si determini un'alterazione del rapporto di forze fra azionisti e obbligazionisti. Qualora, invece, si riduca il valore nominale delle azioni in circolazione, l'obbligazionista deve ottenere, per acquisire una partecipazione percentualmente identica, un maggior numero di azioni, sicché il rapporto di forze resterà invariato se si modificherà il rapporto di cambio. In definitiva, poiché in entrambi i casi – al pari di quanto accade per la modificazione delle disposizioni dell'atto costitutivo concernenti la ripartizione degli utili – si determinano alterazioni sostanziali dell'equilibrio di forze fra soci della società emittente e obbligazionisti, la facoltà di conversione anticipata non potrebbe che rappresentare un'anticipazione del termine

(già richiamata) ritenuta eccezionale, è stabilito che la società debba assicurare agli obbligazionisti che non abbiano esercitato la facoltà di conversione anticipata diritti equivalenti a quelli spettanti prima dell'operazione⁵¹.

Secondo un diverso e più convincente indirizzo interpretativo, il periodo di conversione anticipata si aggiunge a quelli originari, con la conseguenza che il possessore di obbligazioni convertibili conserva la possibilità di convertire successivamente alla delibera assembleare avente ad oggetto la riduzione volontaria del capitale, la fusione o la modifica delle norme statutarie sulla ripartizione degli utili, qualunque sia l'esito della deliberazione stessa⁵². A sostegno della fondatezza di questa soluzione si invocano, da un lato, la *ratio* della norma sulla conversione anticipata, dall'altro, la stessa disciplina in materia di fusione e di scissione, che – introdotta successivamente al fine di dare attuazione alla normativa comunitaria – confermerebbe a livello sistematico il carattere «straordinario» del periodo di conversione anticipata⁵³.

Un problema connesso, ma inverso a quello testè affrontato, riguarda le conseguenze della mancata adozione delle deliberazioni per le quali sia stata concessa la facoltà di conversione anticipata (ad esempio, per il mancato raggiungimento dei *quorum* necessari alla loro approvazione, o perché il notaio non ritenga sussistenti le condizioni di legalità e quindi neghi l'iscrizione della delibera nel registro delle imprese); o, ancora, della loro revoca con successiva deliberazione della stessa assemblea, nonché dell'annullamento o della dichiarazione di nullità *ex artt.* 2377-2379 c.c. a seguito di impugnazione. Sul punto, giova rimarcare che la tutela rappresentata dalla conversione anticipata è rivolta a consentire ai possessori di obbligazioni

di conversione originariamente convenuto, il cui mancato esercizio comporterà l'impossibilità per questi ultimi di diventare soci in un momento successivo.

⁵¹ Cfr. LIBONATI, *Titoli di credito e strumenti finanziari*, cit., 230; CAMPOBASSO G.F., *Obbligazioni convertibili. Procedimento diretto*, cit., 301 s.

⁵² In tal senso COSTA, *La convertibilità anticipata*, cit., 79, 117 s.; CASELLA, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 209, nt. 82; LAMBERTI, *Obbligazioni convertibili in azioni*, cit., 34; DE LUCA, STAGNO D'ALCONTRES, *Obbligazioni di società*, cit., 827 s.; DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 196 ss.; BUSSOLETTI, *Obbligazioni convertibili, con warrant, con partecipazione agli utili*, cit., 267 s.; LUONI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 682 s.

⁵³ DONATIVI, *Le obbligazioni nelle società per azioni*, cit., 364, il quale aggiunge che la soluzione sopra prospettata s'imporrebbe nell'ipotesi in cui la progettata deliberazione che aveva dato luogo al riconoscimento della facoltà di conversione anticipata non fosse in concreto adottata; e ciò al fine di evitare elusioni dei diritti dei possessori di obbligazioni convertibili, che potrebbero essere altrimenti compulsati a convertire in momenti particolarmente sfavorevoli o, al contrario, indotti a non convertire affatto (cfr., sul punto, CAVALLO BORGIA, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 177; DE LUCA, STAGNO D'ALCONTRES, *Obbligazioni di società*, cit., 827).

convertibili che lo vogliano, di partecipare attivamente alle deliberazioni in oggetto, nella consapevolezza che le stesse potrebbero anche non essere adottate (magari, eventualmente, proprio grazie al loro voto contrario determinante). Questa ricostruzione implica che il possessore, scegliendo di convertire anticipatamente, se ne accolla tutti i rischi⁵⁴, fatti salvi i casi di macchinazione fraudolenta ai suoi danni⁵⁵ o la possibilità di una regolamentazione più favorevole agli obbligazionisti nel regolamento del prestito⁵⁶.

Venendo ora a esaminare le ipotesi prese in considerazione dal 5° comma dell'articolo in commento, occorre richiamarsi al fatto che l'aumento di capitale gratuito, per imputazione di riserve a capitale, altera l'equilibrio della conversione, determinando una diminuzione del valore delle (vecchie) azioni offerte in conversione. Per ripristinare l'originario equilibrio è prescritta la modifica del rapporto di cambio, aumentando proporzionalmente all'aumento di capitale il numero (o il valore nominale) delle azioni offerte in conversione (a seconda che l'aumento di capitale gratuito avvenga mediante emissione di nuove azioni offerte gratuitamente agli azionisti o per aumento del valore nominale delle azioni in circolazione). Si dovrà quindi aumentare anche l'ammontare del capitale a servizio, utilizzando riserve o altri fondi disponibili che saranno imputati a capitale in modo differito e progressivo, a mano a mano che verrà esercitato il diritto di conversione⁵⁷.

Una modifica del rapporto di cambio (in senso peggiorativo, ossia riducendo il numero o il valore nominale delle azioni offerte in conversione) è altresì prevista in caso di riduzione del capitale sociale per perdite, al fine di

⁵⁴ Cfr. sul tema CAVALLO BORGIA, *Società per azioni. Delle obbligazioni*, cit., 271, 273; EAD., *Le obbligazioni convertibili*, cit., 178; CASELLA, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 229; DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 199; DONATIVI, *Le obbligazioni nelle società per azioni*, cit., 364 s., i quali negano l'attribuzione agli obbligazionisti, ormai divenuti azionisti, di un diritto di riconversione delle azioni in obbligazioni, come sostenuto invece da SIMONETTO, *Le obbligazioni*, cit., 234 s.

⁵⁵ Un'altra ipotesi di macchinazione fraudolenta potrebbe ricorrere qualora gli amministratori, scaduti i termini concessi per la conversione anticipata, non procedano alla convocazione dell'assemblea o revochino la convocazione medesima, con il conseguente insorgere di una responsabilità a loro carico *ex art.* 2395 c.c. (CAVALLO BORGIA, *Società per azioni. Delle obbligazioni*, cit., 271; EAD., *Le obbligazioni convertibili*, cit., 177).

⁵⁶ CAMPOBASSO G.F., *Le obbligazioni*, cit., 467, il quale, pur escludendo che la mancata adozione della delibera possa essere elevata a condizione risolutiva del perfezionatosi contratto di sottoscrizione delle azioni, ammette la possibilità di prevedere nel regolamento del prestito soluzioni «diverse e meno rigide» di quelle desumibili dal dato normativo per quanto concerne gli effetti della conversione anticipata.

⁵⁷ CAMPOBASSO G.F., *Le obbligazioni* 461 s.; LIBONATI, *Titoli di credito e strumenti finanziari*, cit., 231; GIANNELLI A., *sub art.* 2420 bis, cit., 280 s.

evitare che, fruendo del sopravvenuto ridotto valore delle azioni, gli obbligazionisti che esercitano la facoltà di conversione si vedano attribuire una quota di partecipazione alla società superiore a quella offerta al momento dell'emissione del prestito⁵⁸. Se si aderisce a questa impostazione deve poi ammettersi che, qualora le perdite siano tali da determinare la riduzione a zero del capitale sociale, si verifichi l'azzeramento del rapporto di cambio e non si potrà più esercitare il diritto di conversione. Permangono invece tutte le altre situazioni soggettive ricollegabili al possesso di obbligazioni convertibili, ivi compreso il diritto di opzione qualora la società deliberi di procedere alla ricostituzione del capitale azzerato⁵⁹.

Va ricordato, infatti, che, nei casi di aumento del capitale sociale a pagamento, gli obbligazionisti con facoltà di conversione sono tutelati dal riconoscimento del diritto di opzione che consente loro di concorrere, sulla base del rapporto di cambio, alla sottoscrizione delle azioni di nuova emissione *ex art. 2441*⁶⁰.

Occorre tuttavia tenere conto delle ricadute applicative sulla posizione dei possessori di obbligazioni convertibili della sentenza della Corte di Giustizia dell'Unione europea del 18.12.2008, nella causa C-338-06. Secondo tale pronuncia, l'art. 29, n. 1 e 6, della Seconda direttiva (77/91/CEE del 13.12.1976)

⁵⁸ Ricostruiscono in questi termini la finalità della norma CAMPOBASSO G.F., *Le obbligazioni* 462 s.; LIBONATI, *Titoli di credito e strumenti finanziari*, cit., 231; FAZZUTTI, *Obbligazioni convertibili e modifica del rapporto di cambio*, cit., 928 ss.; da ultima, CAPOLINO, *sub art. 2420 bis*, cit., 578. Una posizione di segno opposto è espressa sul punto da FERRI, *Le società*, cit., 543 s. (e già Id., *La riforma delle società per azioni secondo la legge 7 giugno 1974, n. 216 e decreti legislativi 31 marzo 1975, nn. 136, 137 e 138*, Torino, 1976, 24 ss.), seguito da VALCAVI, *Modifica del rapporto di cambio delle obbligazioni convertibili e riduzione per perdite del capitale sociale*, in *Riv. dir. civ.*, 1983, II, 425 ss.; Id., *Sul problema concernente la modifica del rapporto di cambio nella conversione delle obbligazioni convertibili in azioni, dopo la riduzione del capitale per perdite ai sensi dell'art. 2420 bis, comma 6, codice civile*, in *Dir. fall.*, 2001, I, 102 ss.; e in parte da SIMONETTO, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 229), secondo cui la norma sarebbe intesa ad evitare la diminuzione della partecipazione azionaria offerta in conversione e, quindi, a tenere indenni gli obbligazionisti delle conseguenze delle perdite, in modo che ai medesimi debba essere attribuito un maggior numero di azioni rispetto a quello originariamente pattuito.

⁵⁹ CASELLA, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 240 ss.; CAMPOBASSO G.F., *Le obbligazioni*, cit., 464; GERACI, *L'azione attraverso l'obbligazione. Note in tema di obbligazioni convertibili*, in *Riv. società*, 1990, 849 s.; CALVOSA, *sub art. 2420 bis*, cit., 965; AUDINO, *sub art. 2420 bis*, cit., 1340; CAPOLINO, *sub art. 2420 bis*, cit., 578; di diverso avviso FAZZUTTI, *Obbligazioni convertibili e modifica del rapporto di cambio*, cit., 935 ss.; DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 188 ss.

⁶⁰ Sul diritto di opzione degli azionisti e dei possessori di obbligazioni convertibili sulle obbligazioni di nuova emissione, cfr. *retro*, § 2.

in materia societaria, non modificato dalla «nuova» direttiva 2006/68/CE, pur non impedendo agli Stati membri di attribuire anche a soggetti diversi dagli azionisti il diritto di opzione sulle azioni nonché sui titoli convertibili in azioni o forniti di un diritto di sottoscrizione di azioni, non consentirebbe l'attribuzione di tale diritto su un piano di parità con gli azionisti medesimi, ma solo sui titoli rimasti inoperti⁶¹. Il contrasto fra l'art. 2441, 1° co., c.c. e l'art. 29, n. 1, della succitata direttiva potrebbe comportare, oltre ad un'attenuazione dell'interesse stesso dei possessori di obbligazioni convertibili ad esercitare la facoltà di conversione loro riconosciuta, la nullità per illiceità dell'oggetto della delibera assembleare di futuro aumento di capitale o di nuova emissione di obbligazioni convertibili in azioni che riconoscesse il diritto di opzione non solo alle azioni già emesse, ma anche alle obbligazioni convertibili circolanti⁶².

Da qui l'esigenza di interrogarsi sui possibili «rimedi» alla decisione della Corte di Giustizia, nell'intento, per un verso, di tutelare i possessori delle obbligazioni convertibili che avessero inaspettatamente perso il diritto di opzione, per l'altro, di rendere appetibili le successive emissioni di obbligazioni convertibili. Sotto un primo profilo, si ipotizza la possibilità, per una società che avesse già emesso un prestito convertibile e volesse aumentare il proprio capitale a pagamento, di ridurre parzialmente il diritto di opzione in capo agli azionisti, considerando che così esige l'interesse della società (art. 2441, 5° co.)⁶³. Non va nemmeno escluso che la promessa di concedere un diritto di opzione possa corredare un prestito convertibile di nuova emissione, sempre che si ammetta la possibilità per l'assemblea dei soci di vincolare attualmente le proprie decisioni future, o che il diritto medesimo sia

⁶¹ Più esattamente, questa sentenza (C. Giust. CE, 18.12.2008, C-338/2006, in *Raccolta*, 2008, I, 10139) ha ravvisato – sulla base dell'interpretazione sopra riportata – una violazione dell'art. 29, §§ 1-6, nelle norme della legge societaria spagnola che riconoscono il diritto di opzione sulle azioni e sulle obbligazioni convertibili di nuova emissione non soltanto agli azionisti, ma anche ai possessori di obbligazioni convertibili precedentemente emesse.

⁶² WEIGMANN, *Le obbligazioni convertibili*, in *Giur. comm.*, 2012, I, 343, che osserva come, a fronte di una possibile impugnazione della predetta delibera da parte dei soci – da presentarsi entro i termini più ridotti enunciati dall'art. 2379 *ter* c.c. – il giudice nazionale sia tenuto a disapplicare la norma italiana contrastante con il precetto europeo formulato «in termini chiari e precisi ed in modo incondizionato».

⁶³ Cfr., ancora, WEIGMANN, *ivi*, 344, che osserva come «l'emittente conserverebbe così sul mercato la nomea di società affidabile perché potrebbe essere considerato dal mercato sleale sottrarre il diritto di opzione ai possessori delle obbligazioni convertibili, essendo queste ultime state emesse nella comune convinzione, di soci e prestatori, che anche le obbligazioni godessero di un diritto di opzione al pari degli azionisti».

stato menzionato nelle condizioni del prestito già sottoscritto, assumendo che la fonte legale si «tramuti» in fonte contrattuale in quanto l'impegno a comprimere l'entità della preferenza spettante agli azionisti è stato volontariamente assunto e deve quindi essere rispettato⁶⁴.

Anche il diritto di prelazione di cui all'art. 2441, 3° co., si estende ai titoli inoptati di entrambi i generi. Bisogna tuttavia ricordare come questa norma preveda, altresì, la vendita nei mercati regolamentati dei diritti di opzione non esercitati se le azioni sono quotate, salvo che i diritti di opzione siano già stati integralmente venduti. Tale soluzione sembra doversi estendere anche alle obbligazioni convertibili: ne discende che qualora esse siano convertibili in azioni quotate nei mercati regolamentati, i diritti relativi alle obbligazioni inoptate andranno venduti nei mercati medesimi⁶⁵.

Non privo di aspetti problematici è poi il quesito se l'assemblea, nell'interesse della società, possa deliberare l'esclusione parziale o totale del diritto di opzione anche sulle obbligazioni convertibili, dal momento che l'art. 2441, 4° co., ss., si riferisce sempre ed esclusivamente alle azioni di nuova emissione o agli aumenti di capitale.

Un'interpretazione sistematica delle norme sopra richiamate suggerisce di ritenere possibile, in pendenza del periodo di conversione, deliberare un aumento di capitale con esclusione o limitazione del diritto di opzione spettante ai soci o ai possessori di obbligazioni convertibili⁶⁶. Qualora,

⁶⁴ Sono sempre le considerazioni di WEIGMANN, *ibidem*.

⁶⁵ Cfr., per questa interpretazione dell'art. 2441, 3° co., GERACI, *L'azione attraverso l'obbligazione. Note in tema di obbligazioni convertibili*, cit., 812 ss., seguita da DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 106. La conseguente disparità di trattamento rispetto alle azioni e alle obbligazioni convertibili in azioni non quotate, i cui possessori avranno prelazione sui diritti inoptati, si giustifica in ragione del fatto che, se la società ha deciso di non quotare le proprie azioni, ciò significa che essa intende mantenere una base azionaria ristretta. In linea con questa scelta si prevede per i soci il diritto di prelazione sulle azioni inoptate e, consequenzialmente, anche sulle obbligazioni convertibili inoptate (LUONI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 654). Per completezza, occorre segnalare che, secondo altra parte della dottrina, la vendita in Borsa andrebbe limitata ai soli diritti di opzione inerenti alle azioni quotate [NOBILI (VITALE), *La riforma delle società per azioni*, cit., 368]; oppure avrebbe ad oggetto i diritti relativi alle obbligazioni convertibili inoptate sono nel caso in cui anch'esse siano quotate (CAVALLO BORGIA, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 121); mentre non manca, infine, chi ricollega il vincolo in questione allo *status* dell'emittente e lo estende a tutti i diritti offerti (RIVOLTA, *Profili della nuova disciplina*, cit., 530).

⁶⁶ Non sembra possano agevolmente contestarsi sia la circostanza che gli interessi posti alla base dell'esclusione del diritto di opzione sono configurabili anche rispetto alle obbligazioni convertibili, sia l'osservazione che il riferimento testuale alle azioni di nuova emissione può essere esteso, senza eccessive difficoltà, alla futura emissione di azioni collegata al prestito convertibile (cfr., fra gli altri, CAMPOBASSO G.F., *Le obbligazioni*, cit., 459; CAVALLO BORGIA,

infatti, l'esclusione o la limitazione del diritto d'opzione si giustifichi per la necessità di acquisire un determinato conferimento in natura o per la presenza di uno specifico interesse della società emittente o per la necessità di riservare le azioni di nuova emissione ai dipendenti della società o di società controllanti o controllate, occorrerà estendere la misura restrittiva all'opzione spettante ai possessori di obbligazioni convertibili se si vuole realizzare l'obiettivo cui l'operazione è mirata e, nel contempo, equilibrare gli interessi in gioco, evitando di riservare ai soggetti in questione un trattamento ingiustificatamente più favorevole di quello riconosciuto dalla stessa legge agli azionisti⁶⁷.

Si discute, peraltro, se occorra a tal fine la specifica approvazione dell'assemblea degli obbligazionisti. Alla soluzione affermativa, sostenuta in ragione del fatto che gli obbligazionisti non partecipano all'assemblea generale⁶⁸, fa riscontro il rilievo secondo cui la valutazione dell'interesse sociale prevalente tale da legittimare il sacrificio del diritto di opzione è riservata solo ai soci attuali⁶⁹. D'altro canto, se l'obbligo di determinare il prezzo di

Le obbligazioni convertibili, cit., 120; DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 106 s.; nonché, dopo la riforma, AUDINO, *sub art. 2420 bis*, cit., 1335). Non si è mancato di evidenziare, del resto, che l'art. 29, n. 6, della Seconda direttiva prevedeva l'applicabilità della disciplina sull'esclusione o la limitazione del diritto d'opzione anche all'emissione «di tutti i titoli convertibili in azioni» (DONATIVI, *Le obbligazioni nelle società per azioni*, cit., 337, testo e nt. 31; LUONI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 657; GERACI, *L'azione attraverso l'obbligazione*, cit., 816, dove l'affermazione che «il legislatore non ha ritenuto di intervenire su questo punto in quanto la disciplina vigente risultava già conforme alla norma comunitaria»). Tuttavia, se da un lato si è affermata *de jure condendo* l'opportunità di riformulare l'art. 2441 enunciando espressamente che l'assemblea può escludere il diritto di sottoscrizione preferenziale delle obbligazioni convertibili normalmente riservato agli azionisti (WEIGMANN, *Le obbligazioni convertibili*, cit.,), dall'altro, si è addotta a sostegno dell'interpretazione più restrittiva proprio la circostanza che il codice non ha recepito la previsione di cui alla succitata direttiva, mostrando così di non tenerne conto (ROSAPEPE, *L'esclusione del diritto di opzione*, cit., 60 e 126).

⁶⁷ DONATIVI, *Le obbligazioni nelle società per azioni*, cit., 337 s.

⁶⁸ Cfr. BUSSOLETTI, *Obbligazioni convertibili, con warrant*, cit., 270 ss., il quale – in presenza di un prestito convertibile – reputa insufficiente il rispetto degli adempimenti previsti dall'art. 2441 per l'esclusione del diritto di opzione, dal momento che tale procedimento «intrasoggettivo» prevede il ricorso al principio maggioritario fondato sul consenso dei soli soci; ed aggiunge che, sebbene sia comprensibile che anche il diritto di opzione degli obbligazionisti sia assoggettato ad analogo procedimento governato dalla regola maggioritaria, sarà pur sempre necessario che in esso intervengano gli obbligazionisti riuniti nella loro assemblea, essendo quest'ultima la sola sede in cui emerge la natura di titoli di partecipazione delle obbligazioni.

⁶⁹ Cfr., al riguardo, CAMPOBASSO G.F., *Le obbligazioni*, cit., 460, il quale, pur condividendo la premessa che il diritto di opzione rientra fra le condizioni del prestito (intendendosi tale formula come comprensiva della disciplina legale integrativa di quella convenzionale), rileva che proprio «dall'integrazione legislativa, che non può essere parziale, emerge che il diritto

opzione delle nuove azioni in base al valore patrimoniale di quelle esistenti impedisce che si verifichi una diluizione del valore delle azioni emesse e di quello delle obbligazioni convertibili, non può negarsi che l'esclusione del diritto di opzione «diluisc» la quota proporzionale dei diritti amministrativi spettanti alle azioni emesse e a quelle di compendio; si tratta però di un sacrificio consentito dalla legge solo in presenza di un interesse sociale che lo giustifichi, la cui sussistenza non può che essere giudicata dall'assemblea dei soci che delibera l'aumento di capitale. Sarebbe infatti improprio, in assenza di una norma che espressamente richieda l'adesione degli obbligazionisti, attribuire un ruolo in questa materia alla loro assemblea, perché ciò significherebbe affidare a soggetti ancora privi della qualità di soci (e che non è certo che lo diventeranno) l'apprezzamento in merito all'esistenza attuale di tale interesse sociale⁷⁰.

Quanto appena rilevato non impedisce di ipotizzare una lesione della posizione dei possessori di obbligazioni convertibili derivante da una delibera di esclusione del diritto di opzione assunta in difetto dei necessari presupposti. Tuttavia, mancando una tutela organizzativa degli obbligazionisti nel caso di specie⁷¹, i rimedi esperibili non potranno che essere quelli attivabili a fronte di un inadempimento contrattuale della società (quale deve considerarsi un aumento di capitale con illegittima esclusione del diritto di opzione)⁷²: si potrà quindi riconoscere al singolo obbligazionista (e al più al

di opzione è sacrificabile con deliberazione della sola assemblea dei soci», trattandosi di una condizione del prestito sottratta, in base al dettato normativo, all'applicazione dell'art. 2415, 1° co., n. 2 (corsivo nell'originale); analogamente GERACI, *L'azione attraverso l'obbligazione*, cit., 820. Certo, non si può trascurare di considerare che dopo la riforma del 2003 l'esclusione del diritto di opzione degli azionisti e dei titolari di obbligazioni convertibili può discendere anche da una decisione degli amministratori adottata in sede di aumento delegato, sia pure con l'applicazione, nei limiti della compatibilità, delle garanzie previste dal 6° co. dell'art. 2441, in base al rinvio operato dall'art. 2443, 1° e 2° co. Tale circostanza ha condotto una parte della dottrina a ritenere che sarebbe stata opportuna la previsione, ad opera della riforma medesima, dell'adozione di una delibera dell'assemblea dei possessori di obbligazioni convertibili (CALVOSA, *sub art. 2420 bis*, cit., 966).

⁷⁰ Cfr., per tali argomentazioni, DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 167 ss. Si è tuttavia obiettato di recente che «l'interesse della società all'operazione in questione è presente all'attenzione dei creditori tanto quanto è all'attenzione dei soci, essendo per gli uni e gli altri ugualmente rilevante ed importante il benessere e la solidità economica, finanziaria e patrimoniale della società» (così SALAFIA, *Obbligazioni convertibili e diritto di opzione su future emissioni azionarie*, in *Soc.*, 2014, 782).

⁷¹ Il rilievo è di LIBONATI, *Titoli di credito e strumenti finanziari*, cit., 232.

⁷² Cfr. CAMPOBASSO G.F., *Le obbligazioni*, cit., 460; BUONOCORE, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, cit., 719; PORTALE, *Opzione e sovrapprezzo nella riforma azionaria*, cit., 212; NOBILI (VITALE), *La riforma delle società per azioni*, cit., 387; ROSAPEPE, *L'esclusione del diritto di*

rappresentante comune) il diritto di chiedere in alternativa la risoluzione del rapporto obbligazionario o il suo esatto adempimento, ed eventualmente il risarcimento del danno⁷³.

La parificazione delle reciproche posizioni dei possessori di obbligazioni convertibili e dei soci ricavabile dalla disciplina recata dall'art. 2441 conduce, infine, a ritenere nulla per illiceità dell'oggetto la delibera che escluda o limiti il diritto in parola a danno solo degli uni e non anche degli altri⁷⁴.

Infine, merita di essere attentamente ripensata la posizione assunta da giurisprudenza⁷⁵ e parte della dottrina⁷⁶ anteriormente alla riforma del 2003 in senso contrario all'ammissibilità della trasformazione della società per azioni che abbia emesso obbligazioni (non solo convertibili) in società non legittimata ad emettere obbligazioni, a meno che il regolamento del prestito non consenta il rimborso anticipato del prestito o l'anticipo del termine di conversione. Ed invero, la possibilità per le società a responsabilità limitata di emettere titoli di debito ha determinato il venir meno della rigida e generale preclusione della trasformazione in questo tipo societario della società per azioni che abbia emesso obbligazioni, lasciando spazio ad una valutazione caso per caso. In tale prospettiva, sebbene il punto non possa che essere accennato in questa sede, una specifica eccezione alla preclusione in parola potrebbe ipotizzarsi nel caso in cui le obbligazioni convertibili siano state sottoscritte da investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale, purché ricorra la duplice condizione che lo statuto della s.r.l. strutturi i titoli

opzione, cit., 134; cfr., inoltre CASELLA, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 202, che, muovendo dalla distinzione fra esistenza del diritto e limiti di esso, sottolinea come presupposto del rapporto fra società e obbligazionisti è la riserva anche a questi ultimi del diritto di opzione in caso di aumento di capitale a pagamento, mentre limite di tale diritto è la subordinazione all'interesse sociale; sicché deve affermarsi l'illegittimità di qualsiasi esclusione di tale diritto non sorretta dall'interesse sociale.

⁷³ Cfr. DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 171 s.; nonché, anche per una sintesi delle diverse posizioni, GERACI, *L'azione attraverso l'obbligazione*, cit., 822 ss.

⁷⁴ Cfr. CAMPOBASSO G.F., *Le obbligazioni*, cit., 460, secondo cui la nullità può essere fatta valere anche dagli obbligazionisti, singolarmente o con azione di gruppo; CASELLA, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 202 s.; GERACI, *L'azione attraverso l'obbligazione*, cit., 202; da ultimo, LUONI, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 660.

⁷⁵ Cfr., per tutte, Cass., 14-2-1995, in *Giur. comm.*, 1997, I, 282.

⁷⁶ Cfr., sia pure con varie sfumature, LIBONATI, *Titoli di credito e strumenti finanziari*, cit., 232; CAMPOBASSO G.F., *Le obbligazioni*, cit., 470, secondo cui l'esercizio anticipato della conversione, quale alternativa all'anticipata estinzione del prestito obbligazionario, sarà subordinata all'approvazione dell'assemblea degli obbligazionisti di categoria *ex art.* 2415, 1° co., n. 2, laddove non prevista dal regolamento di emissione; CASELLA, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 254 ss.; ABRIANI, *Prestito obbligazionario e limiti «impliciti» alla trasformazione della società*, in *Giur. comm.*, 1996, II, 771.

di debito convertibili in modo analogo alle obbligazioni in circolazione⁷⁷ e preveda altresì, *ex art. 2481 bis*, la possibilità di attuare l'aumento di capitale anche mediante offerta a terzi delle quote di nuova emissione, ferma restando la possibilità per i soci di recedere⁷⁸.

6. Limiti di applicabilità della disciplina positiva al procedimento indiretto e alle obbligazioni con warrant

Come si è già accennato, la fattispecie prevista e regolata dall'art. 2420 bis non esaurisce la tipologia delle obbligazioni convertibili in azioni. Sul punto mette conto richiamare non soltanto l'ipotesi del procedimento indiretto di emissione, ma anche quella della convertibilità in azioni già emesse e detenute in portafoglio dalla stessa società emittente, ai sensi della disciplina in tema di azioni proprie. Si tratta di procedimenti della cui liceità non può fondatamente dubitarsi⁷⁹ e che tuttavia, in assenza di una specifica

⁷⁷ Cfr. CAGNASSO, *La società a responsabilità limitata*, in *Tratt. Cottino*, V, 1, Padova, 1997, 382; MARCHETTI, *Le obbligazioni*, in AA.VV., *Il nuovo ordinamento delle società. Lezioni sulla riforma e modelli statutarî*, Milano, 2003, 223.

⁷⁸ Non si può, infatti, sottovalutare che la ragione più significativa che induce a dubitare della possibilità per la s.r.l. di emettere titoli di debito convertibili risiede nelle difficoltà di coordinamento tra la decisione di emissione e il regime dell'aumento di capitale a pagamento (e v. STELLA RICHTER jr, *I titoli di debito della società a responsabilità limitata*, in *Riv. società*, 2005, 1002, che ritiene possa pianamente ammettersi l'emissione di titoli di debito rappresentativi anche di una opzione di conversione del credito in partecipazione al capitale di rischio di una società per azioni; nonché, per la soluzione prospettata nel testo, SALAFIA, *Obbligazioni convertibili e diritto di opzione*, cit., 783).

⁷⁹ È rimasta, infatti, isolata la posizione di SIMONETTO, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, cit., 213 ss., che trae dall'inapplicabilità in via diretta della disciplina degli artt. 2420 bis e 2441, 1° co., c.c. ai procedimenti diversi da quello legalmente tipizzato una conferma dell'illiceità dei medesimi, trascurando tuttavia di considerare la possibilità di ricorrere alla tecnica dell'applicazione analogica. Ritengono che si tratti di procedimenti senz'altro legittimi CAMPOBASSO G.F., *Le obbligazioni*, cit., 476 s.; ID., *Obbligazioni di società*, in *Digesto comm.*, X, Torino, 1994, 292; CASELLA, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 262 ss.; BUSSOLETTI, *La posizione del possessore di obbligazioni convertibili*, cit., 18, nt. 16; ID., *Obbligazioni convertibili, con warrant, con partecipazione agli utili*, cit., 276 ss.; PAPPÀ MONTEFORTE, *Prestito obbligazionario convertibile: metodo indiretto*, in *Riv. notariato*, 1995, I, 591; ROVELLI, *Le obbligazioni indirettamente convertibili*, in *Soc.*, 1991, 307 s.; DE CASTELLO, *Il procedimento indiretto nell'emissione di obbligazioni*, in *Contratto e impresa*, 1994, 371 ss.; CALVOSA, *sub art. 2420 bis*, cit., 967, dove la notazione, utile per comprendere il fenomeno sotto il profilo economico-finanziario, che il procedimento indiretto è particolarmente adottato da intermediari bancari e finanziari che emettono obbligazioni convertibili in azioni di altra società che abbia deliberato o deliberi un aumento di capitale a servizio del prestito. Anche la giurisprudenza ha riconosciuto da tempo l'ammissibilità in via generale di schemi di convertibilità diversi da quello tipico disciplinato dal codice: cfr. T. Napoli, 5.10.1989, in *Soc.*, 1991, 63, per l'affermazione della

regolamentazione legislativa, sollevano l'esigenza di evitare l'elusione di preceetti inderogabili, in specie di quelli dettati a tutela degli investitori in obbligazioni convertibili. Si impone, quindi, a tal fine il ricorso al procedimento analogico quale strumento «classico» in grado di consentire all'interprete di soddisfare tale esigenza e di colmare il vuoto di disciplina⁸⁰.

Alla luce di queste premesse, si tende a negare l'applicabilità della disciplina dettata dal 1° comma, ultimo periodo, e dal 2° e 3° comma dell'articolo in esame alla fattispecie delle obbligazioni convertibili in azioni già emesse dalla società emittente il prestito e da questa detenute in portafoglio, atteso che non si dà luogo ad alcun aumento di capitale a servizio delle richieste di conversione⁸¹. Ne discende che la competenza a deliberare l'emissione del prestito non potrà che spettare all'organo amministrativo, fatta salva una diversa previsione statutaria, in conformità alla norma generale dell'art. 2410⁸². Non vi sarebbero nemmeno gli estremi per applicare direttamente, in assenza di un espresso richiamo nella delibera di emissione e nel regolamento del prestito, tempistica e modalità di conversione stabilite dal 3° comma dell'art. 2420 bis, dato che esse si giustificano proprio in considerazione del fatto che le azioni offerte in conversione siano appositamente emesse nei tempi e nella misura necessaria a soddisfare le domande pervenute alla società nel semestre precedente⁸³. Dovrebbero viceversa trovare applicazione – considerata la ricorrenza dell'*eadem ratio*, trattandosi anche in questo caso di obbligazioni convertibili in azioni della stessa società – le

legittimità del procedimento indiretto, al quale sono applicabili per analogia le norme inderogabili che regolano la fattispecie tipica.

⁸⁰ Così CAMPOBASSO G.F., *Le obbligazioni*, cit., 477.

⁸¹ E v. ancora CAMPOBASSO G.F., *Le obbligazioni*, cit., 478, il quale aggiunge (riprendendo il pensiero di PAVONE LA ROSA, *Le obbligazioni in serie speciale della So.Fi.S.*, in *Riv. società*, 1963, 906 s.) come la realizzazione in forma specifica del diritto di conversione sia garantita dal fatto che il patto di opzione ha per oggetto il trasferimento di azioni già in circolazione, con conseguente possibilità per l'obbligazionista di avvalersi della facoltà di acquisto in danno *ex art.* 1516 c.c., qualora all'atto della conversione la società non detenga più le azioni dovute o, comunque, non adempia al proprio obbligo.

⁸² La soluzione sopra prospettata può essere estesa anche all'emissione di obbligazioni convertibili con procedimento indiretto, non essendovi – come risulterà chiaro più avanti – un aumento di capitale della società emittente il prestito da deliberare contestualmente all'emissione delle obbligazioni medesime: cfr., fra gli altri, GIANNELLI A., *sub art.* 2420 bis, cit., 261; AUDINO, *sub art.* 2420 bis, cit., 1325; PISANI, *Le obbligazioni*, cit., 771, nt. 15; SARALE, *sub art.* 2410, in *Comm. Cottino, Bonfante, Cagnasso, Montalenti*, II, cit., 1252; MARCHETTI, *Le obbligazioni*, cit., 215 s.; BARTALENA, *Le nuove obbligazioni*, in *Banca borsa*, 2005, I, 546.

⁸³ DONATIVI, *Le obbligazioni nelle società per azioni*, cit., 328, che esclude altresì la necessità di un'attestazione del tipo previsto dagli artt. 2444 e 2420 bis, 3° co., terzo periodo, non essendovi alcun aumento del capitale sociale.

previsioni dettate dal 4° comma (conversione anticipata) e dal 5° comma (modifica del rapporto di cambio), nonché la norma sull'attribuzione del diritto di opzione di cui all'art. 2441, 1° co. Non manca di sottolinearsi la necessità che le azioni proprie in portafoglio siano vincolate al fine dell'eventuale conversione⁸⁴ e che gli amministratori siano previamente autorizzati a disporne dall'assemblea ordinaria in base all'art. 2357 *ter*⁸⁵.

Le medesime caratteristiche strutturali presenti nella fattispecie testè esaminata ricorrono anche nel procedimento indiretto con offerta in conversione di azioni di altra società già emesse e detenute dalla società emittente il prestito convertibile (o da un terzo per conto di essa e con vincolo al servizio della conversione). Ne consegue che non sussiste nemmeno in questa ipotesi il presupposto (ossia l'aumento di capitale di futura esecuzione) per applicare il complesso di disposizioni finora esaminate in tema di emissione di obbligazioni convertibili con metodo diretto tipico e di esercizio del diritto di conversione (art. 2420 *bis*, 1° co., ultimo periodo, 2° e 3° co.)⁸⁶.

L'esigenza di tutelare la posizione dei possessori di obbligazioni convertibili a fronte delle vicende societarie che intervengono *medio tempore* suggerisce di cercare soluzioni che, pur riconoscendo la non applicabilità al procedimento indiretto delle disposizioni dettate dal 4° e 5° comma dell'art. 2420 *bis* e dall'art. 2441, 1° co., in quanto rivolte ad imporre obblighi di comportamento a carico della società emittente il prestito⁸⁷, siano tuttavia in grado di assicurare una protezione adeguata anche quando le deliberazioni

⁸⁴ Giova segnalare che le società emittenti provvedono a soddisfare questa esigenza costituendo, direttamente o per il tramite di una società fiduciaria, le azioni offerte in conversione in «gestioni speciali», con conseguente assunzione da parte del costituente dell'obbligo di non alienarle o di non disporne in altro modo fino alla scadenza del termine concesso per la conversione: cfr., su tali convenzioni riconducibili alla fattispecie prevista dall'art. 1379 c.c. e dunque produttive di effetti meramente obbligatori fra la società emittente e i sottoscrittori delle obbligazioni, BUONOCORE, «*L'épreuve pré-nuptiale*»: *obbligazioni convertibili e «gestioni speciali»*, in *Giur. comm.*, 1974, I, 280 ss.; DE CASTELLO, *Il procedimento indiretto*, cit., 391 s.; e già GRAZIANI, *Le obbligazioni I.R.I. «serie speciale gestione S.T.E.T.»*, in *Riv. dir. comm.*, 1934, I, 149 ss.

⁸⁵ La precisazione si legge in BARTALENA, *Le nuove obbligazioni*, cit., 546; MARCHETTI, *Le obbligazioni*, cit., 215; AUDINO, *sub art. 2420 bis*, cit., 1325, nt. 22; CAPOLINO, *sub art. 2420 bis*, cit., 569.

⁸⁶ ROVELLI, *Le obbligazioni indirettamente convertibili*, cit., 308; PAPPÀ MONTEFORTE, *Prestito obbligazionario convertibile*, cit., 600; CAMPOBASSO G.F., *Le obbligazioni*, cit., 479.

⁸⁷ Cfr., sul tema, CAMPOBASSO G.F., *Le obbligazioni*, cit., 479, il quale evidenzia come, di là dalla riferibilità delle disposizioni summenzionate al solo procedimento diretto, la loro applicazione letterale alle obbligazioni emesse con metodo indiretto non determinerebbe alcuna effettiva protezione del diritto di conversione, in ragione della diversità fra la società emittente le obbligazioni convertibili e quella che ha emesso le azioni oggetto della conversione.

(legislativamente considerate) lesive siano adottate dalla società che ha emesso le azioni. Avendo dunque presente, da una parte, il dato normativo e, dall'altra, le peculiarità del caso in esame, merita adesione la tesi secondo cui, in mancanza di clausole protettive equivalenti (o più intense) nel regolamento del prestito, la società emittente dovrà consentire agli obbligazionisti l'esercizio anticipato del diritto di conversione, con le modalità previste dal 4° comma dell'articolo che si commenta, qualora l'altra società intenda adottare una deliberazione di riduzione volontaria del capitale sociale, di modificazione delle disposizioni statutarie sulla ripartizione degli utili, di fusione o scissione. Sempre la società che ha emesso le obbligazioni convertibili dovrà tenere a disposizione dei convertisti le azioni acquisite in seguito ad aumenti gratuiti del capitale sociale da parte dell'altra società, modificando proporzionalmente l'originario rapporto di cambio. Quest'ultimo sarà modificato, fermo restando il numero delle azioni offerte in conversione, anche quando l'aumento gratuito avvenga mediante incremento del valore nominale delle azioni stesse ovvero la società che abbia emesso le azioni provveda a ridurre il capitale per perdite. Infine, la società emittente il prestito dovrà mettere a disposizione degli obbligazionisti i diritti di opzione ad essa spettanti in caso di aumento del capitale sociale a pagamento o di emissione di obbligazioni convertibili da parte dell'altra società⁸⁸.

Maggiori affinità con la fattispecie tipica si ravvisano nell'altra articolazione del procedimento indiretto, che ricorre qualora le azioni da offrire in conversione non siano già emesse. In questo caso la società (che è direttamente interessata all'operazione di finanziamento) dovrà deliberare l'aumento del proprio capitale sociale sulla base di un accordo con la società (o l'ente) emittente il prestito obbligazionario (di regola, un intermediario finanziario di sicura solvibilità). Non pare quindi possa revocarsi in dubbio l'applicabilità analogica delle già illustrate disposizioni di cui al 4° e 5° comma dell'art. 2420 bis, fermo restando che, a fronte della lacuna normativa, saranno il più delle volte i regolamenti di emissione a dettare una più puntuale e particolareggiata regolamentazione. Particolarmente critica è l'esigenza di escludere il diritto di opzione dei soci con riguardo all'aumento del capitale destinato al servizio del prestito. Al riguardo sembra plausibile

⁸⁸ E v. in tal senso CAMPOBASSO G.F., *Le obbligazioni*, cit., 480; propende per l'applicabilità in via analogica della disciplina della convertibilità anticipata e della modifica del rapporto di cambio prevista per la fattispecie legale dall'art. 2420 bis, 4° e 5° co., ma non anche del diritto di opzione di cui all'art. 2441. 1° co., BUSSOLETTI, *Obbligazioni convertibili, con warrant, con partecipazione agli utili*, cit., 279 ss.

ritenere che la società emittente le nuove azioni deliberi l'aumento di capitale escludendo, a norma dell'art. 2441, 5° co., il diritto di opzione a favore dei propri soci e dei possessori di obbligazioni convertibili in azioni, ai quali spetterebbe invece (sulla scorta di una previsione da inserirsi necessariamente nella delibera di emissione del prestito) l'opzione sulle obbligazioni convertibili emesse dall'altra società⁸⁹.

L'applicabilità analogica della disciplina sulle obbligazioni convertibili è ugualmente ammessa nelle obbligazioni con *warrant*⁹⁰, quantomeno nel caso in cui l'opzione abbia ad oggetto la sottoscrizione di azioni di nuova emissione nell'ambito di un aumento di capitale deliberato al servizio dei *warrants*⁹¹. Si giustificano così tanto la competenza dell'assemblea straordinaria (ferma restando la delegabilità al consiglio di amministrazione *ex art. 2420 ter*)⁹², quanto l'estensione delle soluzioni fissate dal 4° e 5° comma

⁸⁹ AUDINO, *sub art. 2420 bis*, cit., 1331, nt. 48; CAPOLINO, *sub art. 2420 bis*, cit., 570. Altra dottrina esclude però la necessità di una deliberazione assunta *ex art. 2441, 5° co.*, per sostituire l'opzione sulle azioni di compendio con l'opzione sulle obbligazioni convertibili, a meno che il diritto di opzione sia escluso del tutto su entrambi i titoli (FENGHI, *Studi in tema di obbligazioni convertibili: metodo indiretto e diritto d'opzione*, in *Riv. società*, 1980, 480 ss.; BUSSOLETTI, *Obbligazioni convertibili, con warrant, con partecipazione agli utili*, cit., 278; DE CASTELLO, *Il procedimento indiretto*, cit., 396 ss.); mentre secondo una tesi più articolata (elaborata da CASELLA, *Le obbligazioni convertibili*, cit., 283 ss. e condivisa da CAMPOBASSO G.F., *Le obbligazioni*, 480, nt. 13), occorrerebbe tenere conto della circostanza che l'esercizio del diritto di conversione avvenga o meno mediante consegna dei titoli obbligazionari alla società che ha deliberato l'aumento di capitale a servizio della conversione. Nel primo caso, il diritto di opzione sarebbe escluso ai sensi del 4° comma dell'art. 2441, ricadendosi nell'ipotesi di aumento del capitale da liberare mediante conferimento del credito verso la società emittente le obbligazioni; nel secondo caso, l'esclusione andrebbe deliberata in conformità al 5° comma del medesimo articolo.

⁹⁰ Non sembra inutile segnalare che alla mancanza di una disciplina codicistica delle obbligazioni con *warrant* suppliscono sia la più ampia definizione di «valori mobiliari» recata dall'art. 1, 1° co. *bis*, d.lg. 24-2-1998, n. 58, la quale comprende «qualsiasi altro titolo normalmente negoziato che permette di acquisire o vendere» azioni o obbligazioni, sia, soprattutto, i regolamenti dei prestiti (CAPOLINO, *sub art. 2420 bis*, cit., 70).

⁹¹ Vale la pena di rilevare che l'aumento di capitale così deliberato presenta caratteristiche non dissimili da quelle proprie dell'aumento posto a servizio di un prestito obbligazionario convertibile, essendo ad esecuzione differita ed eventualmente frazionata, qualora siano concessi più termini o periodi per esercitare l'opzione (CAMPOBASSO G.F., *Le obbligazioni*, cit., 484).

⁹² PISANI, *Le obbligazioni*, cit., 771, nt. 15; GIANNELLI A., *sub art. 2420 bis*, 267, secondo il quale la competenza all'emissione delle obbligazioni è assoggettata al regime di cui all'art. 2410 qualora i *warrants* siano staccabili dalle obbligazioni medesime; analogamente, non si avrà intervento dell'assemblea straordinaria, rientrando l'emissione dei titoli nell'ordinaria competenza dell'organo amministrativo, nel caso in cui a fronte dei *warrants* sia prevista l'assegnazione delle azioni proprie già detenute in portafoglio (obbligazioni con opzione di acquisto o con buoni facoltà di acquisto): e v. CAPOLINO, *sub art. 2420 bis*, cit., 570.

dell'articolo in esame, dato che anche per le obbligazioni assistite da *warrant* di sottoscrizione si pone l'esigenza di tutelare l'aspettativa dei possessori avente ad oggetto il futuro acquisto della qualità di socio⁹³. Ed ancora, in caso di aumento del capitale sociale a pagamento o di emissione di obbligazioni convertibili, le azioni di nuova emissione e le obbligazioni stesse dovranno essere offerte in opzione anche ai possessori di obbligazioni con *warrant*, secondo le proporzioni risultanti dal prezzo di sottoscrizione⁹⁴.

È opinione prevalente in dottrina⁹⁵ quella secondo cui un problema di applicabilità analogica delle previsioni dell'art. 2420 bis non si pone, in linea di principio e fatte salve le distinzioni che verranno delineate più oltre, nel caso dei titoli c.d. *reverse convertibles*, nei quali la conversione in azioni – di regola quotate ed emesse da una società terza – è frutto dell'esercizio di un'opzione da parte della società emittente il prestito (e non del portatore dei titoli) oppure avviene in via automatica alla scadenza del prestito stesso per effetto del superamento di parametri o indici di riferimento predeterminati nel regolamento di emissione. Giova evidenziare che la società si riserva anche la possibilità di rimborsare il prestito in denaro, laddove il valore delle azioni da offrire in conversione sia superiore a soglie predeterminate nel regolamento medesimo⁹⁶.

⁹³ Cfr., per tutti, CALVOSA, *sub art. 2420 bis*, cit., 968; AUDINO, *sub art. 2420 bis*, cit., 1324; GIANNELLI A., *sub art. 2420 bis*, cit., 266; prima della riforma CAMPOBASSO G.F., *Le obbligazioni*, cit., 485; DE CASTELLO, *Il procedimento indiretto*, cit., 386.

⁹⁴ CAMPOBASSO G.F., *Le obbligazioni*, cit., 486, che aggiunge come nelle obbligazioni con buoni facoltà di acquisto, invece, la società emittente il prestito dovrà quanto meno mettere a disposizione dei possessori di tali obbligazioni i diritti di opzione di sua spettanza, salvo che il regolamento di emissione non preveda altre soluzioni in grado di meglio tutelare la situazione di aspettativa degli stessi.

⁹⁵ In tal senso GIANNELLI A., *sub art. 2420 bis*, cit., 266, dalla cui posizione si discosta DONATIVI, *Le obbligazioni nelle società per azioni*, cit., 328 s., sulla scorta dell'osservazione che l'attribuzione del diritto di conversione in capo alla società emittente, anziché al possessore dell'obbligazione, non sembra giustificare la soggezione di quest'ultimo «a quella che, in assenza dei correttivi di cui al 4° e 5° comma dell'art. 2420 bis, diverrebbe una vera e propria alea in ordine alla portata e al contenuto economico del proprio investimento», pur dovendosi riconoscere che la materia è destinata a trovare compiuta disciplina nei regolamenti di emissione e, quindi, sia rimessa in definitiva all'autonomia privata.

⁹⁶ Posto che in tali strumenti la prestazione a carico della società alla scadenza varia qualitativamente e quantitativamente in base all'andamento dei corsi delle azioni assunte come sottostante, accade che se il prezzo delle azioni alla scadenza sia superiore ad un prezzo «soglia», indicato nel regolamento di emissione, la società dovrà pagare in denaro il valore nominale del titolo; se il prezzo delle azioni alla scadenza è inferiore al prezzo «soglia», la società consegnerà una quantità predeterminata di azioni sottostanti, in genere pari al rapporto tra valore nominale dei titoli e prezzo «soglia». Deriva da tale meccanismo che l'investitore in titoli *reverse convertibles*, a fronte del riconoscimento di un rendimento cedolare più elevato

Occorre allora valutare attentamente l'opzione ricostruttiva prima prospettata confrontando le caratteristiche strutturali dei titoli in esame, che costituiscono una particolare variante dei titoli a conversione forzata, con i punti qualificanti della disciplina delle obbligazioni convertibili. L'analisi svolta ha condotto ad identificare un tratto marcante di queste obbligazioni nella sussistenza sin dalla loro emissione di un'opzione di sottoscrizione delle azioni della società emittente, esercitabile dal possessore nei termini e con le modalità previsti dal regolamento del prestito. È agevole avvedersi della mancanza nei titoli a conversione forzata del carattere originario e facoltativo della convertibilità proprio delle obbligazioni convertibili⁹⁷. Alla luce di tale diversità strutturale risulta confermata l'inapplicabilità ai titoli in questione delle norme dettate in tema di obbligazioni convertibili a tutela della conservazione dell'integrità del rapporto di cambio⁹⁸. Quest'ultimo rimane quindi invariato, nei termini previsti dal regolamento di emissione e salva la previsione nello stesso di meccanismi di adeguamento per l'ipotesi di eventi perturbativi del mercato sottostante, anche quando la società emittente il prestito deliberi un aumento gratuito di capitale o la riduzione del capitale per perdite, con disapplicazione dell'art. 2420 bis, 5° co. La società è libera, inoltre, di deliberare la riduzione volontaria del capitale sociale, come pure le modificazioni delle clausole statutarie concernenti la ripartizione degli utili, senza dover consentire l'esercizio anticipato della conversione, previsto dal 4° comma dell'articolo commentato. Infine, ai possessori di titoli a conversione forzata non spetta nemmeno il diritto di opzione in caso di aumento di capitale a pagamento.

Ai titoli a conversione forzata che prevedono l'attribuzione di azioni già emesse della stessa o di altra società non potranno poi applicarsi in via

rispetto a quello di un'obbligazione classica o di un titolo a conversione forzata di analoga durata, non si appropria mai dell'eventuale apprezzamento delle azioni sottostanti, mentre ne subisce interamente il deprezzamento. Accanto alla tipologia ora delineata (titoli c.d. *physical delivery*, che prevedono la consegna delle azioni), si riscontrano nella prassi titoli c.d. *reverse convertibles* di tipo *cash*, nei quali è previsto, in caso di prezzi decrescenti, il pagamento da parte della società di una somma di denaro, in luogo della consegna delle azioni sottostanti (CIOCCA N., *Gli strumenti finanziari obbligazionari*, cit., 422 ss.).

⁹⁷ L'assimilabilità alle obbligazioni convertibili, o quanto meno agli strumenti finanziari sottoposti alla medesima disciplina *ex art.* 2411, 3° co., è affermata da una parte della dottrina (CAPOLINO, *sub art.* 2420 bis, cit., 571) limitatamente ai prestiti c.d. *soft mandatory convertibles*, nei quali la facoltà di conversione spetta anche al possessore, mentre la società emittente si riserva il diritto di riscattare anticipatamente i titoli, anche contro proprie azioni, riconoscendo però all'obbligazionista un premio.

⁹⁸ CIOCCA N., *Gli strumenti finanziari obbligazionari*, cit., 431, la quale spiega che in tal caso manca «l'interesse dell'investitore a non perdere la possibilità di lucrare il maggior valore del proprio investimento, attraverso la conversione».

analogica le norme riguardanti la correttezza del procedimento di aumento del capitale di cui all'art. 2420 bis, 1° co., ultimo periodo, e 2° co. Queste ultime si applicheranno, invece, solo nell'ipotesi in cui le azioni oggetto di attribuzione siano ancora da emettere mediante un aumento di capitale deliberato dalla società emittente o da una società diversa da quest'ultima (in genere appartenente al medesimo gruppo) sulla base di un accordo fra esse intervenuto⁹⁹.

Infine, la norma che individua nell'assemblea straordinaria l'organo competente all'emissione delle obbligazioni convertibili si applicherà soltanto ai titoli a conversione forzata in azioni della stessa società e ancora da emettere¹⁰⁰, mentre negli altri casi la competenza ad emettere titoli a conversione forzata in azioni di altra società o in azioni proprie già emesse spetta al consiglio di amministrazione, uscendo così confermata, anche sotto questo aspetto, l'applicazione solo limitata e parziale della disciplina delle obbligazioni convertibili ai titoli in questione.

Art. 2420 ter – Delega agli amministratori

[1] Lo statuto può attribuire agli amministratori la facoltà di emettere in una o più volte obbligazioni convertibili, fino ad un ammontare determinato e per il periodo massimo di cinque anni dalla data di iscrizione della società nel registro delle imprese. In tal caso la delega comprende anche quella relativa al corrispondente aumento del capitale sociale.

[2] Tale facoltà può essere attribuita anche mediante modificazione dello statuto, per il periodo massimo di cinque anni dalla data della deliberazione.

[3] Si applica il secondo comma dell'articolo 2410.

commento di Antonio Blandini

Sommario: 1. La delega della facoltà di emissione di obbligazioni convertibili agli amministratori. - 2. Poteri dell'assemblea e poteri degli amministratori.

⁹⁹ E v., ancora, CIOCCA N., *Gli strumenti finanziari obbligazionari*, cit., 434, che argomenta dalla circostanza che in tali casi l'emissione dei titoli assolve ad una funzione di finanziamento della società che li emette o, indirettamente, della diversa società che emette le obbligazioni e richiede un aumento di capitale differito nel tempo.

¹⁰⁰ Questa soluzione è ritenuta preferibile rispetto all'altra ipotizzabile, che rimette agli amministratori la decisione sull'emissione dei titoli e all'assemblea straordinaria quella sull'aumento di capitale, in quanto, pur non essendo richiesta la necessaria contestualità prevista per l'emissione delle obbligazioni convertibili a garanzia dell'esercizio della conversione, sussiste comunque un legame funzionale fra le due deliberazioni tale da giustificare una soluzione analoga (CIOCCA N., *Gli strumenti finanziari obbligazionari*, cit., 435).