Riduzione del capitale e obbligazioni

- 1. Agli effetti dell'applicazione del primo comma dell'art.2413 c.c. è "volontaria" la riduzione del capitale sociale destinata ad attuarsi in via reale mediante rimborso del capitale sociale o mediante liberazione dei soci dall'obbligo dei versamenti ancora dovuti.**
- 2. Ogni fattispecie di riduzione solo "nominale" del capitale sociale è soggetta alla disciplina del secondo comma dell'art.2413 c.c., poiché il rapporto fra poste del patrimonio netto indicate nell'art.2412 c.c. e ammontare delle obbligazioni in circolazione è calcolato prendendo in considerazione il valore delle prime al netto delle perdite.**
- 3. E' pertanto legittima, in pendenza di un prestito obbligazionario, la riduzione del capitale sociale per perdite deliberata in assenza dei presupposti che la rendono "obbligatoria" ex art.2446 c.c..**
- 4. E' legittima altresì, in quanto meramente nominale, la riduzione del capitale sociale effetto di operazioni di fusione (ma non di scissione).**

1. A norma dell'art.2412, primo comma, c.c. la società non può emettere obbligazioni per somma eccedente il doppio del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato.

Essendo prescritto a tutela degli obbligazionisti, il rapporto evidenziato fra mezzi propri (o capitale di rischio) e capitale di credito incorporato in obbligazioni deve permanere nel corso della vita della società¹.

A tal fine, l'art.2413 primo comma c.c., con un intento chiaramente antielusivo, stabilisce che in pendenza del prestito obbligazionario la società "non può ridurre volontariamente il capitale sociale o distribuire riserve" se per effetto di tali operazioni il valore nominale delle obbligazioni ancora in circolazione eccede il doppio del valore delle poste del patrimonio netto elencate nell'art.2412 c.c..

Se tuttavia la riduzione del capitale sociale è obbligatoria, o se le riserve diminuiscono in conseguenza di perdite, il secondo comma dell'art.2413 c.c. vieta la distribuzione degli utili finché

¹ In tal senso si esprime l'orientamento assolutamente dominante, secondo il quale la funzione del limite di cui al primo comma dell'art.2412 deve essere ricercata nell'esigenza di "bilanciare le forme di raccolta (azioni – obbligazioni), onde evitare che società sottocapitalizzate operassero avvalendosi prevalentemente di risorse finanziarie reperite, a titolo di prestito, presso il pubblico dei risparmiatori". Si vedano in proposito P.Ferro-Luzzi – F.Chiappetta, Fusione e prestiti obbligazionari, Riv. Soc., 2005, p.144, ove ampi riferimenti dottrinali; per la medesima dottrina "tale imposizione sembra rispondere, ovunque trovi applicazione, alla finalità di evitare che, attraverso un frequente ed ingente ricorso a modalità di finanziamento diverse dalla emissione di capitale ordinario, si determini una crescita eccessiva dei poteri di governo degli azionisti ordinari rispetto agli altri finanziatori dell'impresa, i quali restano estranei al governo societario": P.Ferro-Luzzi – F.Chiappetta, op.cit., p.145. In tal senso anche F. Chiappetta, Finanziamento della società per azioni e interesse sociale, in Riv. Soc., 2006, p.690.

“l’ammontare della riserva legale e delle riserve disponibili non eguagli la metà dell’ammontare delle obbligazioni in circolazione”, ossia finché non è ripristinato il rapporto imposto dal primo comma dell’art.2412 c.c. rispetto alle obbligazioni ancora in circolazione.

2. La disciplina dell’art.2413 c.c. è incardinata sulla distinzione fra ipotesi di riduzione “volontaria” e ipotesi di riduzione “obbligatoria” del capitale sociale².

L’applicabilità di diversi regimi presuppone quindi l’identificazione delle fattispecie di riduzione del capitale sociale che ne costituiscono il rispettivo presupposto.

In tale prospettiva, se l’antitesi letterale fra primo e secondo comma induce parte degli interpreti a qualificare come “volontaria” ogni ipotesi di riduzione del capitale sociale che non sia “obbligatoria” per legge, senza possibilità di distinguere fra “reale” e “per perdite”³, la lettura complessiva del sistema sembra suggerire la diversa conclusione per cui, agli effetti del divieto (relativo) del primo comma, la riduzione del capitale è “volontaria” solo qualora sia destinata ad attuarsi mediante riduzione reale del patrimonio netto (ossia mediante rimborso ai soci degli apporti di mezzi propri già eseguiti o mediante liberazione degli dall’obbligo di eseguire quelli ancora dovuti)⁴; qualora, invece, sia solo “nominale” dovrà applicarsi, in via estensiva, la disciplina del secondo comma del medesimo art.2413 c.c..

Alla tesi proposta consegue che, in pendenza di un prestito obbligazionario, è legittimo deliberare la riduzione del capitale per perdite, anche se viene meno il rapporto fissato nel primo comma dell’art.2412 c.c., sia qualora le perdite non eccedano il terzo del capitale sociale, sia qualora, pur essendo eccedenti il terzo, è ancora legalmente possibile adottare opportuni provvedimenti a mente dell’art.2446 c.c.⁵.

3. A sostegno della conclusione avanzata sembra significativa l’assimilazione operata *quoad effectum* fra riduzione del capitale e distribuzione/diminuzione delle riserve: scelta normativa

² A. Giannelli, sub art.2413, in Commentario alla riforma del diritto societario, a cura di M. Notari e L.A. Bianchi, Milano, 2006, p.144.

³ Da ultimo, in tal senso, A. Giannelli, op.cit., p.150. Si ricorda che storicamente parte della dottrina, sebbene minoritaria, riteneva che ogni ipotesi di riduzione del capitale sociale non imposta dalla legge, anche se per perdite, fosse da qualificare volontaria e come tale soggetta alla disciplina dell’art.2445 c.c.. Così Fenghi, La riduzione del capitale, Milano, 1974, p.68; in senso contrario R. Nobili – M.S. Spolidoro, La riduzione del capitale, in Trattato delle Società per azioni, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, Torino, 1993, p.332, ove ampi riferimenti dottrinali.

⁴ In tal senso anche P.Ferro-Luzzi – F. Chiappetta, op.cit., p.148, secondo i quali “ciò che distingue le due fattispecie di riduzione di cui all’art.2413 e che giustifica la diversità di disciplina, non è il carattere volontario ovvero obbligatorio dell’operazione cui consegue la riduzione del capitale sociale, ma la natura reale o nominale della riduzione stessa”.

⁵ Contra: A. Giannelli, op.cit., p. 150; R. Cavallo Borgia, Società per azioni, Delle obbligazioni, in Commentario del Codice Civile Scialoja – Branca, Bologna Roma, 2005, p.118; P.Marchetti, Le obbligazioni, in Il nuovo ordinamento delle società, a cura di S.Rossi, Milano, 2003, p.221, ma limitatamente all’ipotesi di perdenti non eccedenti il terzo del capitale e non comprendendo quindi nel divieto l’ipotesi della riduzione del capitale per perdite superiori al terzo assunta senza adottare preventivamente gli opportuni provvedimenti, fattispecie quest’ultima, da ricondursi quindi al secondo comma dell’art.2413..

imposta dal novellato primo comma dell'art.2412 c.c., che consente di conteggiare anche alcune riserve ai fini del calcolo del limite quantitativo di emissione del prestito obbligazionario.

Alla stregua di tale constatazione si rileva, innanzitutto, che il divieto di cui al primo comma dell'art.2413 c.c. si applica indistintamente alla distribuzione delle riserve ed alla riduzione del capitale.

Nella medesima prospettiva giova anche evidenziare la tesi per la quale l'illegittimità della riduzione del capitale ai sensi dell'art.2445 c.c. dipende dalla tecnica di attuazione.

Se, nei limiti indicati dalla legge, è vietata qualora voglia essere eseguita mediante rimborso dei conferimenti o liberazione dall'obbligo di eseguire quelli tuttora dovuti, si ritiene di contro legittima se si realizza mediante imputazione in misura equivalente a riserva, anche disponibile, poiché il risultato è neutrale agli effetti del primo comma dell'art.2412 c.c.⁶, che dimostra indifferenza per la composizione qualitativa del patrimonio netto.

Si ammette, dunque, la legittimità della riduzione del capitale sociale, ex art.2445 c.c., allorché, per la tecnica di esecuzione adottata, non muti l'ammontare complessivo delle poste di patrimonio netto prese in considerazione nell'art.2412 c.c..

Il ricavo interpretativo che ne consegue può essere così sintetizzato: agli effetti dell'applicazione della disciplina degli artt. 2412 e (quindi) 2413 c.c. i) la cifra del capitale sociale non rappresenta un dato di per sé solo determinante, in quanto rileva l'ammontare complessivo delle poste di patrimonio netto specificate nell'art.2412 c.c.; pertanto ii) dette poste risultano fungibili fra loro, e iii) sono quindi soggette ad unico regime a prescindere dalla qualificazione e dalla disciplina tipica di ognuna di esse.

4. Le valutazioni proposte sembrano trovare conferma anche nell'interpretazione del presupposto applicativo della disciplina del secondo comma dell'art.2413 c.c..

Ai sensi di quest'ultima norma, se a causa della diminuzione delle riserve per perdite viene meno il rapporto minimo legale fra "mezzi propri" e obbligazioni in circolazione, sorge il divieto di distribuzione degli utili.

Se anche il capitale sociale resta integro, l'incidenza delle perdite sulle riserve può "far scattare" l'applicazione del divieto di distribuzione degli utili.⁷ Come noto, le perdite intaccano il capitale sociale solo quando il valore effettivo del patrimonio netto è inferiore al valore nominale del

⁶ In tal senso anche A. Giannelli, op.cit., p.2413.

⁷ Verificandosi tale circostanza, la legge, non potendo imporre conferimenti diretti ai soci, costringe all'apporto indiretto di capitale di rischio sotto forma di accantonamento forzato degli utili futuri nella misura necessaria a ripristinare il rapporto patrimoniale sancito nel primo comma dell'art.2412 c.c.

capitale sociale stesso⁸. Qualora il patrimonio netto fosse composto, oltre che dal capitale sociale, da riserve, le perdite incidono *in primis* su queste ultime.

Il dato normativo dimostra che anche agli effetti dell'applicazione del divieto di distribuzione degli utili si tiene conto del valore complessivo del patrimonio netto contabile formato dalle poste indicate nell'art.2412 c.c. (dunque dell'ammontare delle poste del patrimonio netto indicate nell'art.2412 c.c. al netto delle perdite) e pertanto non assume rilevanza autonoma la "cifra" del capitale sociale indicata nello statuto.

La "riduzione" delle riserve diminuite a causa delle perdite è un fatto contabile, che non richiede alcuna deliberazione assembleare⁹, e la sua attuazione nelle scritture contabili non interferisce minimamente sull'applicazione del divieto di distribuzione dell'utile sancito nel secondo comma dell'art.2413 c.c.

L'assimilazione operata *quoad effectum* fra riserve e capitale suggerisce la conclusione che anche l'operazione di adeguamento della cifra del capitale sociale alla misura effettiva dello stesso (cioè al netto delle perdite) sia non influente agli effetti della disciplina in esame e quindi legittima, perché sostanzialmente equivalente all'operazione compiuta sulle riserve¹⁰.

5. Ulteriormente, è tesi condivisa che, pur nel silenzio della norma del primo comma dell'art.2412 c.c., al momento dell'emissione delle obbligazione si debba tener conto dell'ammontare "esistente"

⁸ R.Nobili – M.S. Spolidoro, op.cit., p.285, per i quali "si ha perdita del capitale sociale quando il valore del patrimonio netto della s.p.a. è inferiore al capitale sociale stesso"; G.E. Colombo, Il bilancio di esercizio, in Trattato delle Società per azioni, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, Torino, 1994, p.510.

⁹ Si veda in proposito G.E. Colombo, op.cit., p.509, per il quale "costituendo parte del "netto patrimoniale" le riserve sono destinate ad essere intaccate da qualsivoglia evento che comporti una diminuzione del patrimonio della società, quindi dalle perdite", e il netto si riduce automaticamente, non per effetto di un'ipotetica deliberazione assembleare. Cfr. P. Marchetti, op.cit., p.222.

¹⁰ Un esempio numerico varrà forse a meglio chiarire il concetto. Si immagini una società con capitale sociale (esistente) di 80 e riserve (indicate nell'art.2412 primo comma) per 20 (totale 100). La stessa società emette un prestito obbligazionario per 200.

Si ipotizzi un'altra società con capitale sociale (esistente) di 100 (e priva di riserve). La società emette un prestito obbligazionario per 200.

Entrambe le società sono gravate da perdite sopravvenute per 20. La prima società potrà contabilmente elidere le riserve (e le perdite), così che il suo patrimonio netto risulterà con il solo capitale di 80, ed obbligazioni emesse per 200. Tale società non potrà distribuire utile.

La seconda società presenterà un netto costituito da capitale di 100 e perdite di (20). Il capitale sociale effettivo è 80, le obbligazioni emesse per 200. Alla stregua di quanto visto per il caso di riserve diminuite per effetto di perdite, anche nella circostanza di potrà procedere all'adeguamento di quella componente del patrimonio netto denominata capitale all'ammontare esistente, cioè a 80, in quanto agli effetti della disciplina dell'art.2413 vi è completa assimilazione fra le varie poste componenti il patrimonio netto. Anche in questo caso, e pur a seguito della riduzione del capitale sociale, non si potrà procedere a distribuzione dell'utile.

del capitale sociale (e delle riserve)¹¹, cioè al netto delle perdite già contabilmente rilevate, stante il disposto dell'art.2413 c.c..

Ne deriva che, se al momento dell'emissione delle obbligazioni il capitale sociale nominale fosse superiore al capitale sociale "esistente", e pertanto il rapporto imposto dal primo comma dell'art.2412 c.c. fosse stato calcolato sulla base del secondo parametro (capitale esistente), alla stregua di quanto previsto anche dalla legge prima della riforma, nulla osterebbe ad una riduzione del capitale solo nominale, anche se "non obbligatoria", successivamente all'emissione, entro i limiti del capitale esistente sulla base del quale è stato calcolato il rapporto, poiché, come ribadito, il valore nominale del capitale sociale non ha rappresentato un dato rilevante nella prognosi richiesta dal primo comma dell'art.2412 c.c..

Allo stesso modo, in pendenza del prestito obbligazionario ed in caso di perdita sopravvenuta, la riduzione nominale del capitale non fa altro che adeguare la cifra statutaria al valore esistente, che è e resta l'unico dato tenuto in considerazione agli effetti dell'applicazione del secondo comma dell'art.2413, come dimostra il riferimento espresso alle riserve.

6. Alla luce delle argomentazioni che si è ritenuto di proporre, la conservazione della misura originaria del capitale sociale non sembra creare alcun margine di tutela ulteriore per gli obbligazionisti nella prospettiva in cui si pone l'art.2413c.c..

Stante in particolare la disciplina del secondo comma, la possibilità di asserire la ricorrenza di un divieto di ridurre il capitale sociale per perdite laddove non sia obbligatorio per legge non sembra plausibile nemmeno invocando il disposto del terzo comma dell'art.2433 c.c., ai sensi del quale "se si verifica una perdita del capitale sociale, non può farsi luogo a ripartizione di utili fino a che il capitale non sia reintegrato o ridotto in misura corrispondente".

Infatti, come prima evidenziato, agli effetti dell'applicazione dell'art.2413 c.c. la cifra del capitale sociale è indifferente (a differenza di quanto previsto ai fini dell'applicazione dell'art.2433 terzo comma c.c.): se anche fosse ridotta in presenza di perdite non potrebbe farsi luogo a ripartizione di utili a mente dell'art.2433 c.c. perché il parametro di riferimento è rappresentato dall'ammontare del patrimonio netto rapportato all'ammontare delle obbligazioni in circolazione.

Cosicché:

- a) se il capitale sociale "esistente" (cioè al netto delle perdite) non eguagli la metà dell'ammontare delle obbligazioni in circolazione non si potrà far luogo a distribuzione dell'utile a prescindere da quanto previsto nel terzo comma dell'art.2433 c.c.;

¹¹ Prima della riforma, per tutti, G.F. Campobasso, op.cit., p.398; dopo la riforma, R. Cavallo Borgia, op.cit., p.97; A. Giannelli, op.cit., p.93; L. Pisani, Le obbligazioni, in *Il nuovo diritto societario*, Liber Amicorum Gian Franco Campobasso, diretto da P.Abbadessa e G.B. Portale, Torino, 2006, p.789.

- b) qualora il capitale sociale “esistente” sia almeno pari alla metà dell’ammontare delle obbligazioni in circolazione non si potrà far luogo a ripartizione degli utili ai sensi dell’art. 2433 terzo comma c.c. se la cifra del capitale sociale non è ridotta.

La norma speciale dell’art.2413 c.c. prevale sulla norma generale dell’art.2433 c.c. e pertanto rende irrilevante la riduzione nominale del capitale sociale ai fini della distribuzione degli utili, che sarà sempre vietata finchè non è ripristinato il rapporto previsto dalla legge con l’ammontare delle obbligazioni in circolazione.

In un’ottica applicativa ed alla luce dei rilievi fin qui proposti, giova forse avvertire che, in pendenza di un prestito obbligazionario, l’esecuzione di un aumento del capitale sociale conseguente alla riduzione per perdite, anche se deliberato ai sensi dell’art.2447 c.c. (compresa l’ipotesi di azzeramento), non comporta l’automatica facoltà di distribuzione successiva degli utili, poiché il rapporto di cui al primo comma dell’art.2412 c.c. è calcolato sull’entità delle poste del patrimonio netto rappresentative di mezzi propri comunque denominate, ragion per cui l’ammontare del capitale sociale ricostituito potrebbe risultare insufficiente a ripristinare il rapporto suddetto qualora le perdite avessero, in prima battuta, assorbito integralmente le riserve prima esistenti. Tale situazione potrebbe generare un problema di informativa di terzi sottoscrittori dell’aumento di capitale, soprattutto se quest’ultimo sia scindibile e non vi sia certezza della sufficienza di quanto sottoscritto a ripristinare il rapporto patrimoniale con le obbligazioni in circolazione¹².

7. Un’ulteriore ipotesi applicativa rilevante agli effetti dell’applicazione dell’art.2413 c.c. riguarda le operazioni di fusione o di scissione coinvolgenti società che hanno emesso prestiti obbligazionari¹³.

Potrebbe accadere, infatti, che a seguito delle operazioni citate l’ammontare delle obbligazioni in circolazione non risulti compreso nei limiti del doppio del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili della società incorporante o della società risultante dalla fusione o della società, beneficiaria o scissa a cui il prestito sia assegnato¹⁴.

La disciplina dell’art.2413 c.c. sembra comportare la necessità che la parte del patrimonio netto post fusione o post scissione composta dalle voci indicate nell’art.2412 c.c. sia di entità tale da garantire la conservazione del rapporto fra mezzi propri e obbligazioni in circolazione sancito dalla norma da ultimo richiamata.

¹² Problema acuito dall’impossibilità di desumere dal Registro delle Imprese l’ammontare delle obbligazioni in circolazione, mentre la ricorrenza di un prestito obbligazionario si può rilevare solo dalla visura storica.

¹³ Sul tema, diffusamente, P.Ferro Luzzi – F.Chiappetta, Fusione e prestiti obbligazionari di società per azioni, in Riv. Soc., 2005, p.133 e ss.

¹⁴ Cfr. P.Ferro Luzzi – F. Chiappetta, cit., p.140, ove sono rintracciabili altri casi concreti.

La riduzione del patrimonio netto che sia eventualmente effetto della fusione o della scissione potrebbe prestarsi ad essere qualificata come “volontaria”, e, in quanto tale, vietata¹⁵. A nulla potrebbe valere, in proposito, il diritto di opposizione, poiché risulta pacificamente irrilevante anche rispetto alla fattispecie contemplata nell’art.2445 c.c.¹⁶.

Rispetto alla fusione sembra possibile pervenire ad una diversa conclusione .

Infatti, se si condivide la tesi per quale il presupposto applicativo delle diverse discipline del primo e del secondo comma dell’art.2413 c.c. risiede non tanto nel carattere, volontario o coatto, bensì nell’effetto, reale o contabile, della riduzione del capitale sociale, ne deriva che la riduzione del capitale medesimo effetto di un’operazione di fusione non può essere considerata vietata a mente del primo comma dell’art. 2413 c.c., ma comporta “solo” il divieto di distribuzione dell’utile ai sensi del secondo comma, in quanto ha natura nominale¹⁷.

In caso di scissione, invece, la medesima conclusione può essere proposta solo qualora il rapporto fra le poste del patrimonio netto elencate nell’art.2412 (capitale compreso) e le obbligazioni emesse permanga invariato, a prescindere dal fatto che ciò si verifichi nella scissa o nella beneficiaria¹⁸.

Qualora, al contrario, per effetto della scissione detto rapporto non risulti più rispettato, l’operazione deve ritenersi vietata a mente del primo comma dell’art.2413 c.c., che vieta la “sottrazione” delle poste del patrimonio netto indicate nell’art.2412 e che pertanto esclude dalla disponibilità dei soci (e degli stessi obbligazionisti mediante l’astensione dall’opposizione di cui all’art,2503) l’alterazione peggiorativa del rapporto fra riserve e capitale da una parte e obbligazioni in circolazione dall’altra.

8. Il divieto enunciato dal primo comma dell’art. 2413 c.c. trova applicazione soltanto nei confronti di deliberazioni assembleari (siano esse di riduzione del capitale o di distribuzione di riserve) che determinano la riduzione di quel patrimonio netto che, ai sensi dell’art. 2412 c.c., funge da parametro per la determinazione dell’ammontare del prestito obbligazionario.

Non trova invece applicazione per le deliberazioni che non incidono sulle voci del patrimonio netto richiamate dall’art. 2412 c.c., ma prendono semplicemente atto della già avvenuta riduzione dello

¹⁵ A. Giannelli, op.cit., p.154.

¹⁶ A. Giannelli, op.cit., p.154; P.Ferro Luzzi – F. Chiappetta, op.cit., p.142.

¹⁷ La dottrina segnala che in particolare “l’adeguatezza di tale soluzione appare con maggior risalto nell’ipotesi di non capienza generata dalla fusione servita dalla redistribuzione del capitale della società incorporante o risultane dalla fusione stessa. E’ particolarmente evidente, in tal caso, che il patrimonio complessivo resta intatto ed il capitali diminuisce soltanto per una particolare tecnica di redistribuzione, appunto, del capitale sociale”. P.Ferro Luzzi – F. Chiappetta, cit., p.148.

¹⁸ Può essere il caso di prestito obbligazionario assegnato alla beneficiaria con una quota di patrimonio netto congrua. Mi pare che il problema non si ponga qualora la società beneficiaria sia preesistente e il suo patrimonio netto, aumentato di quella parte di patrimonio netto della scissa ad essa assegnato, sia tale da consentire il mantenimento del rapporto prescritto nell’art.2412.

stesso (riduzione del capitale per perdite deliberata volontariamente in presenza di un patrimonio netto pari o superiore ai due terzi del capitale sociale, riduzione del capitale per perdite deliberata volontariamente in sede di assemblea convocata senza indugio ai sensi del primo comma dell'art. 2446 c.c., riduzione del capitale deliberata obbligatoriamente ai sensi del secondo comma dell'art. 2446 c.c. o dell'art. 2447 c.c.).

In tutte queste ipotesi troverà applicazione il secondo comma dell'art. 2413 c.c.

Qualora infine la riduzione reale del capitale sociale sia volontariamente deliberata mediante imputazione a riserva, non troverà applicazione né la prima, né la seconda disposizione, posto che non si verifica alcuna riduzione del patrimonio netto e gli obbligazionisti trovano adeguata tutela (oltre che nell'opposizione alla riduzione ex art. 2445 c.c.) nel limite alla successiva eventuale distribuzione delle riserve enunciata dallo stesso primo comma dell'art. 2413 c.c..