

VINCENZO LEMMI^(*)

LA DISCIPLINA DEI TITOLI DI DEBITO DELLE SOCIETÀ A RESPONSABILITÀ LIMITATA NEL SISTEMA ITALIANO

Abstract: The essay analyses the regulation of the “titoli di debito” of “società a responsabilità limitata” in Italian Legal System. Starting from the function of “titoli di debito” in relationship to the “obbligazioni”, specially it concerns their legal and contractual discipline, the characteristics of the subjects, the tax treatment.

SOMMARIO: **I.** Introduzione ai titoli di debito: 1. Finalità normative. – 2. Nozione di titoli di debito. – 3. Differenze tra la disciplina dei titoli di debito e la disciplina dettata dal codice civile per l’emissione delle obbligazioni. – **II.** La disciplina dei titoli di debito: 4. Procedura di emissione, contenuto delle delibere e legge di circolazione. – 5. Disciplina convenzionale del rapporto: ulteriori clausole statutarie. – 6. Natura giuridica della procedura di emissione e forma delle delibere. – 7. Pubblicità delle delibere. – 8. La prassi quotidiana nel superamento della pubblicità. – 9. Pattuizioni accessorie del prestito. – 10. La modifica delle condizioni del prestito. – 11. Esame di fattispecie patologiche. – 12. Soggetti destinatari e responsabilità patrimoniale per la solvenza dell’emittente a garanzia del compratore del titolo. – 13. Vicende della società emittente. – 14. Rapporti tra la disciplina dell’art. 2483 c.c. e l’art. 32, d.l. n. 83/2012. – 15. Rapporti tra titoli di debito e fallimento. – **III.** Trattamento fiscale dei titoli di debito ai fini delle imposte indirette: 16. La legislazione speciale vigente e la ricostruzione sistematica.

I. – INTRODUZIONE AI TITOLI DI DEBITO

1. — *Finalità normative.*

La norma prevista dall’art. 2483 c.c., intitolata “*Emissione di titoli di debito*”, deriva dall’esigenza di creare nuove fonti di finanziamento per le società a responsabilità limitata, stante la preclusione per le medesime di emettere prestiti obbligazionari; tale possibilità è stata, invece, sempre ammessa per

^(*) Notaio del Distretto Notarile di Perugia.

le società per azioni ed è attualmente disciplinata dal codice civile negli artt. 2410 ss., nella sezione settima del capo quinto del libro quinto.

Più in generale può dirsi che il legislatore con la riforma del 2003 ha inteso ampliare le fonti di finanziamento e di raccolta di mezzi economici delle società di capitali in genere, ad esempio creando per le società per azioni le norme sui patrimoni destinati ad un unico affare come previsto dagli artt. 2447-*bis* e seguenti del codice stesso; quindi, a fronte di svariate modalità di finanziamento previste e disciplinate nella società per azioni, il legislatore ha voluto dotare anche la s.r.l. di nuovi strumenti destinati a raccogliere investimenti.

È questo il motivo per cui il legislatore – per semplificare le modalità di raccolta – ha previsto all’art. 11, T.U. n. 385/1993 che il divieto di raccolta del risparmio tra il pubblico non si applichi alle fattispecie ora considerate, tanto più che l’art. 100, 1° comma, lett. *a*), T.U. n. 58/1998 rende inapplicabili le disposizioni del capo specifico riguardanti l’offerta al pubblico alle ipotesi qui prese in considerazione⁽¹⁾.

Tale linea politica non è stata abbandonata dal legislatore, anzi è stata anche di recente riconfermata; l’esigenza di ampliare le fonti di finanziamento in favore delle società e in particolare delle società a responsabilità limitata trova riscontro anche nella nuova disciplina prevista per le PMI dal d.l. n. 50/2017, convertito con l. 21 giugno 2017, n. 96 e dal d.lgs. n. 129/2017; infatti, il legislatore ha deciso che anche le PMI possano raccogliere capitali attraverso offerta al pubblico di prodotti finanziari, in deroga a quanto disposto dall’art. 2468 c.c.

Per la verità il legislatore, già in precedenza con il decreto “Sviluppo” (d.l. n. 83/2012), con il decreto “Sviluppo bis” (d.l. n. 179/2012), con il decreto “Destinazione Italia” (d.l. n. 145/2013) e con il decreto “Crescita e competitività” (d.l. n. 91/2014), aveva inteso ampliare le forme di finanziamento per le società di capitali non quotate s.p.a. e s.r.l.; con particolare riguardo a queste ultime è stata data alle stesse facoltà di emettere titoli di debito

⁽¹⁾ In tal senso si veda A. BUSANI, *Titoli di debito di s.r.l.: il bilancio dei primi dieci anni*, in *Società*, 2013, p. 1317 ss.; B. LIBONATI, *Diritto commerciale*, Milano, 2005, p. 463; così anche F. TASSINARI, *La riforma delle società a responsabilità limitata* (collana *Notariato e nuovo diritto societario*), Milano, 2003, pp. 135-137.

ammessi alla negoziazione nella piattaforma denominata “EXTRAMOT PRO” (segmento professionale del mercato borsistico dedicato alla quotazione oltre che di titoli di debito anche di obbligazioni, cambiali finanziarie, strumenti partecipativi e project bond) prevedendo, però, che l’impresa di cui vengono quotati i titoli abbia determinate caratteristiche.

In particolare il “favor” verso tale tendenza rivolta ad ampliare le possibilità di finanziamento delle società di capitali risulta, altresì, dimostrato anche dalle disposizioni dettate dal decreto n. 145/2013 (decreto “Destinazione Italia”) che ha previsto apposite agevolazioni fiscali per i “minibond”, implementate poi con successivi provvedimenti normativi; parte di queste disposizioni, relativamente alle imposte indirette, saranno valutate al termine del presente lavoro.

2. — *Nozione di titoli di debito.*

Il titolo di debito è un titolo rappresentativo di un’obbligazione sorta nel nostro ordinamento e civilisticamente azionabile secondo le regole impartite dalla disciplina speciale della fattispecie; esso costituisce uno “strumento finanziario” ai sensi dell’art. 1, comma 1-*bis* e comma 2, d.lgs. n. 58/1998.

Si discute se il titolo di debito sia un “titolo di massa” oppure sia un “titolo rappresentativo” anche di una sola operazione. Un’autorevole opinione⁽²⁾ sembrerebbe ritenere che debba trattarsi di un titolo di massa e cioè di un titolo emesso in occasione di una «operazione collettiva di finanziamento»; esiste, comunque, chi ritiene che sia legittima anche l’emissione di titoli di debito in favore di un unico sottoscrittore purché sia emessa una pluralità di titoli⁽³⁾.

⁽²⁾ Questa tesi è stata sostenuta recentemente da A. DACCÒ, in M. CIAN (a cura di), *Diritto commerciale*, III, Torino, 2017, p. 682; e in precedenza, ad esempio, da M. STELLA RICHTER jr., *I titoli di debito delle società a responsabilità limitata*, in *Studi e Materiali CNN*, 2005, p. 1193; da B. LIBONATI, *Diritto commerciale*, cit., p. 462; e da A. BUSANI, *Titoli di debito di s.r.l.*, cit., p. 1318.

⁽³⁾ Così tra gli altri G. GIANNELLI, in P.G. MARCHETTI, L.A. BIANCHI, F. GHEZZI, M. NOTARI (dir.), *Commentario alla riforma delle società*, Milano, 2008, p. 1339, A. BUSANI, *Titoli di debito di s.r.l.*, cit., pp. 1318-1319.

Sul punto va segnalata anche una ulteriore opinione che sostiene che non debba trattarsi necessariamente di “titoli di massa”⁽⁴⁾; questa idea sembrerebbe la più conforme allo spirito della legge che vuole lasciare ampio spazio all’autonomia statutaria.

Secondo l’opinione prevalente si tratterebbe, inoltre, di titoli causali in quanto la necessità del riferimento al rapporto sottostante emergerebbe non solo dal disposto dell’art. 2483 c.c., ma anche dalle disposizioni speciali in materia che, come vedremo in seguito, richiedono che nel titolo siano presenti le generalità del primo sottoscrittore e l’importo sottoscritto⁽⁵⁾.

Per completezza di informazione, si deve dare atto che l’espressione “titoli di debito” è presente anche nell’art. 2526 c.c. oltre che nel testo unico bancario, nel testo unico della finanza, nella l. fallimentare e nel codice della crisi d’impresa.

Inoltre, va esposto ancora che l’art. 77, d.lgs. n. 117/2017 ha creato altresì una nuova categoria di titoli di debito non subordinati, non convertibili e non scambiabili, sottoposti appunto ad una normativa speciale volta a finanziare gli enti del terzo settore; il presente lavoro comunque non tratterà tale disciplina in quanto quest’ultima assume un rilievo peculiare nella trattazione degli enti terzo settore.

3. — *Differenze tra la disciplina dei titoli di debito e la disciplina dettata dal codice per l’emissione delle obbligazioni.*

Posto che le obbligazioni costituiscono una categoria particolare di titoli di debito⁽⁶⁾, il codice civile tratta in maniera sicuramente molto più dettaglia-

⁽⁴⁾ A favore di tale idea si veda G.F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale*, 2, 8ª ed., Torino, 2012, p. 573; F. TASSINARI, *La riforma delle società a responsabilità limitata*, cit., p. 137.

⁽⁵⁾ Si osservi in proposito la delibera C.I.C.R. 19 luglio 2005, n. 1058; vedi, altresì, A. BUSANI, *Titoli di debito di s.r.l.*, cit., p. 1319, M. STELLA RICHTER jr., *I titoli di debito delle società a responsabilità limitata*, cit., p. 1195.

⁽⁶⁾ Sul punto la prevalente Dottrina sembrerebbe concorde; si veda ad esempio A. BUSANI, *Titoli di debito di s.r.l.*, cit., p. 1318, il quale giustamente afferma che i titoli di debito sono accomunati alle obbligazioni anche dall’art. 11, T.U. bancario.

ta l'emissione di titoli obbligazionari che non l'emissione di titoli di debito lasciando, come si è visto, ampio spazio nelle s.r.l. all'autonomia dei privati.

Iniziando a valutare le differenze più significative, possiamo cogliere la diversità di disciplina riguardante il soggetto competente a deliberare l'emissione: *a)* per i titoli di debito in ogni caso la competenza è attribuita all'organo identificato dall'atto costitutivo o dallo statuto; comunque, in presenza di apposita clausola statutaria che autorizzi la società ad emettere titoli di debito senza indicare l'organo competente, parte della dottrina⁽⁷⁾ sostiene la competenza dell'organo amministrativo, inquadrando tale atto tra gli atti di gestione dell'impresa; *b)* sembrerebbe al contrario più convincente opinare che lo statuto debba necessariamente contenere la previsione dell'organo competente a deliberare l'emissione, non potendosi in mancanza adottare la delibera, visto il tenore imperativo della norma che recitando: «in tal caso l'atto costitutivo attribuisce la relativa competenza ai soci o agli amministratori (...)», apparirebbe inderogabile⁽⁸⁾. È possibile in ogni caso ammettere una clausola specifica dello statuto che, pur attribuendo la competenza a decidere dell'emissione in favore dei soci, riservi a questi ultimi la facoltà di delegare l'emissione all'organo amministrativo⁽⁹⁾.

Nelle società per azioni, invece, l'art. 2410 c.c. attribuisce la competenza in primo luogo agli amministratori a meno che l'autonomia statutaria non disponga diversamente.

Circa i limiti all'emissione del prestito, l'art. 2412 c.c. prevede espressamente che le obbligazioni non possano essere emesse per somma eccedente il doppio del capitale sociale delle riserve legali e disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato salvo quanto detto nel secondo comma dell'art.

⁽⁷⁾ Così A. BUSANI, *Titoli di debito di s.r.l.*, cit., p. 1322; e M. STELLA RICHTER jr., *I titoli di debito delle società a responsabilità limitata*, cit., p. 1188.

⁽⁸⁾ Anche M. CAMPOBASSO, *I titoli di debito delle srl tra autonomia patrimoniale e tutela del risparmio*, in P. ABBADESSA, G.B. PORTALE (dir.), *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, 3, Torino, 2006, p. 756, ritiene che la clausola statutaria priva dell'indicazione dell'organo abilitato a deliberare sia illecita.

⁽⁹⁾ L'opinione è sostenuta tra gli altri da F. TASSINARI, *La riforma delle società a responsabilità limitata*, cit., p. 141; A. BUSANI, *Titoli di debito di s.r.l.*, cit., p. 1322; G. CABRAS, in G. NICCOLINI, A. STAGNO D'ALCONTRES (a cura di), *Società di Capitali. Commentario*, Napoli, 2004, p. 1596.

2412 c.c. e salva la concessione di garanzia ipotecaria prevista dal terzo comma della norma da ultimo citata.

Per la verità, l'art. 2412 c.c. prevede anche l'inapplicabilità dei limiti di cui al comma primo e di quanto previsto dal comma secondo della stessa norma, qualora l'emissione obbligazionaria sia destinata ad essere quotata in mercati regolamentati o qualora si tratti di obbligazioni che incorporino il diritto di acquisire o di sottoscrivere azioni o nel caso in cui previa autorizzazione dell'autorità governativa, ricorrano particolari ragioni che interessano l'economia nazionale.

Sembra in ogni caso possibile ritenere che esista identità di *ratio* tra la disciplina di cui all'art. 2412, 2° comma, c.c. e quella dettata dall'art. 2483 c.c. nel momento in cui non sono imposti limiti, qualora l'emissione sia destinata ad investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale a norma delle leggi speciali.

Il codice, inoltre, detta delle disposizioni abbastanza dettagliate circa la disciplina del contenuto dei titoli obbligazionari, della costituzione delle garanzie in favore degli obbligazionisti, dell'assemblea degli stessi e dei diritti e degli obblighi dei medesimi; ammette, inoltre, la possibilità di scegliere un rappresentante comune e delle disposizioni ulteriori che incidono sulla vita delle obbligazioni stesse come ad esempio il sorteggio che determina l'estinzione anticipata.

È prevista poi, specificamente, una disciplina per l'emissione delle obbligazioni convertibili in azioni, fermo rimanendo che in questo caso la competenza a deliberare l'emissione, coinvolgendo necessariamente una modifica statutaria, è attribuita dall'art. 2420-*bis* c.c., sulla scorta dei principi generali, all'assemblea dei soci, salvo delega statutaria nei limiti e nei termini dell'art. 2420-*ter* c.c.

Nulla di tutto questo è detto dall'art. 2483 c.c. che non prescrive limiti all'emissione dei titoli di debito, fermo rimanendo che l'autonomia statutaria potrà creare comunque apposite clausole che andranno a mutuare, come si vedrà, la disciplina dei titoli di debito dalla normativa esistente in tema di obbligazioni⁽¹⁰⁾.

⁽¹⁰⁾ Così F. TASSINARI, *La riforma delle società a responsabilità limitata*, cit., p. 137; A. DACCÒ,

Rimane, comunque, fermo che la più evidente differenza tra la disciplina dei titoli obbligazionari e quella dei titoli di debito risiede nella circostanza per cui nelle s.p.a. la delibera di emissione delle obbligazioni non necessita di apposita previsione contenuta nell'atto costitutivo o nello statuto, come invece risulta richiesto per le s.r.l.

II. — LA DISCIPLINA DEI TITOLI DI DEBITO

4. — *Procedura di emissione, contenuto delle delibere e legge di circolazione.*

L'art. 2483 c.c. consente alla società di emettere titoli di debito su espressa previsione dell'atto costitutivo; al riguardo, la dottrina assolutamente prevalente ritiene che la previsione possa essere contenuta sia nell'atto costitutivo, sia che possa essere introdotta con una apposita delibera modificativa del medesimo⁽¹¹⁾.

La clausola statutaria relativa dovrà indicare, come già visto, quale sia l'organo societario competente a decidere l'emissione e cioè se sia l'assemblea dei soci o l'organo amministrativo, specificando altresì eventuali limiti, modalità di emissione e le maggioranze per la decisione.

In tal senso la società potrebbe anche decidere, come già detto, di recepire per l'emissione dei titoli di debito i limiti previsti per l'emissione di obbligazioni dall'art. 2412, 1° comma, c.c.

Nell'ambito dell'autonomia statutaria, potrà essere poi prevista anche una particolare maggioranza per l'emissione dei titoli di debito.

Circa la legge di circolazione, sarà anche ammissibile stabilire che i titoli di debito circolino secondo le norme previste per i titoli nominativi o per i titoli all'ordine; in effetti, mentre tutto sommato vi è relativa concordia sul

in M. CIAN (a cura di), *Diritto commerciale*, III, cit., p. 683; A. BUSANI, *Titoli di debito di s.r.l.*, cit., p. 1320.

⁽¹¹⁾ In tal senso per tutti si veda M. STELLA RICHTER jr., *I titoli di debito delle società a responsabilità limitata*, cit., p. 1187; A. BUSANI, *Titoli di debito di s.r.l.*, cit., p. 1322; F. TASSINARI, *La riforma delle società a responsabilità limitata*, cit., p. 141.

fatto che possano essere emessi titoli di debito sia nominativi, sia all'ordine, stante anche la delibera CICR n. 1058/2005⁽¹²⁾ è molto dubbio che allo stato attuale delle norme vigenti possa essere disposta un'emissione al portatore⁽¹³⁾. Del resto, appare condivisibile l'opinione per cui l'emissione di titoli di debito al portatore si ponga in espresso contrasto con il disposto dell'art. 2004 c.c.⁽¹⁴⁾ e a nostro avviso tale modalità di circolazione risulta essere anche in palese opposizione con la normativa antiriciclaggio; si reputa in ogni caso legittima la clausola statutaria che limiti la circolazione ai soli soci dell'emittente o ai soli investitori professionali⁽¹⁵⁾.

Sarà poi estremamente opportuno che la previsione statutaria menzionata anche l'ulteriore contenuto della delibera di emissione prevedendo che quest'ultima contenga: *a)* il valore nominale dei titoli emessi; *b)* la data a decorrere dalla quale il prestito avrà godimento; *c)* il rendimento dei titoli; *d)* i criteri per la determinazione del rendimento stesso, i tempi, l'entità e le modalità di pagamento degli interessi (in relazione a ciò sarà possibile prevedere una clausola che leghi il pagamento degli interessi al conseguimento di determinati risultati economici da parte della società emittente, condizionando il pagamento a tali obiettivi; ciò non potrà valere per la restituzione del capitale in quanto si contrasterebbe la causa contrattuale del "prestito"⁽¹⁶⁾); *e)* la natura del prestito e cioè se si tratti di un prestito senior, oppure subordinato in tutto o in parte alla soddisfazione degli altri creditori sociali.

⁽¹²⁾ Tale idea è condivisa anche da A. BUSANI, *Titoli di debito di s.r.l.*, cit., p. 1319.

⁽¹³⁾ Così, tra gli altri, M. STELLA RICHTER jr., *I titoli di debito delle società a responsabilità limitata*, cit., p. 1195; M. CAMPOBASSO, *I titoli di debito delle srl tra autonomia patrimoniale e tutela del risparmio*, cit., p. 761.

⁽¹⁴⁾ Ciò è dimostrato anche dalla delibera C.I.C.R. n. 1058/2205 all'art. 5, 2° comma, la quale – richiedendo che il titolo indichi le generalità del primo sottoscrittore investitore professionale soggetto a vigilanza prudenziale – esprime l'incompatibilità con la legge di circolazione al portatore.

⁽¹⁵⁾ La tesi è stata espressamente condivisa da M. DOLZANI, E. CORSO, *Titoli di debito: regime di responsabilità e limiti nella circolazione*, in *Studi e materiali CNN*, 2006, pp. 259-260, i quali giustamente ritengono opponibili tali limiti alla circolazione in quanto contenuti nella delibera di emissione che sarà soggetta a pubblicità commerciale.

⁽¹⁶⁾ L'opinione è stata espressa anche da G.F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale*, cit., p. 573.

È preferibile sostenere, inoltre, che lo statuto imponga alla delibera di emissione di prevedere che tali indicazioni vengano riportate anche sui titoli sottoscritti a fronte dell'emissione stessa.

È stata anche oggetto di discussione in dottrina la possibilità di emettere titoli di debito con facoltà di convertire i medesimi in quote della società emittente; in proposito, chi ha sostenuto la tesi negativa⁽¹⁷⁾ ha argomentato dalla circostanza per cui l'operazione in questione si presterebbe ad eludere il divieto di sollecitazione all'investimento previsto dall'art. 2468, 1° comma, c.c.; a ciò è stato, però, all'epoca efficacemente obiettato⁽¹⁸⁾ che per rispettare tale divieto basterebbe escludere nel regolamento di emissione che i titoli di debito convertibili possano essere oggetto di sollecitazione all'investimento.

Va, comunque, dato atto che il concetto di "sollecitazione all'investimento" di cui al primo comma dell'art. 2468 c.c., nella formulazione precedente quella attuale, si riteneva essere coincidente con la definizione contenuta nell'art. 1, T.U. n. 58/1998 relativa alla «offerta al pubblico di prodotti finanziari»; pertanto, la "sollecitazione all'investimento" doveva e deve essere intesa come «ogni comunicazione rivolta a persone, in qualsiasi forma e con qualsiasi mezzo, che presenti sufficienti informazioni sulle condizioni dell'offerta e dei prodotti finanziari offerti così da mettere un investitore in grado di decidere di acquistare o di sottoscrivere tali prodotti finanziari, incluso il collocamento tramite soggetti abilitati»⁽¹⁹⁾.

Tale opinione è stata, poi, confermata dal nuovo testo dell'art. 2468, 1° comma, c.c. che risulta essere così formulato: «Le partecipazioni dei soci non possono essere rappresentate da azioni né costituire oggetto di offerta

⁽¹⁷⁾ È questa l'idea di P. SPADA, *L'emissione dei titoli di debito nella "nuova" società a responsabilità limitata*, in *Riv. soc.*, 2003, p. 805 ss.; M. STELLA RICHTER jr., *I titoli di debito delle società a responsabilità limitata*, cit., pp. 1196-1197; B. LIBONATI, *Diritto commerciale*, cit., p. 463.

⁽¹⁸⁾ In tal senso tra gli altri G. CABRAS, in G. NICCOLINI, A. STAGNO D'ALCONTRES (a cura di), *Società di Capitali. Commentario*, cit., p. 1697; dubbioso, invece, sul punto G.F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale*, 2, 6ª ed., Torino, 2008, p. 558, il quale però successivamente ha mutato opinione ritenendo l'ammissibilità di titoli di debito convertibili: così G.F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale*, cit., p. 573.

⁽¹⁹⁾ È questa l'opinione di F. TASSINARI, *La riforma delle società a responsabilità limitata*, cit., pp. 135-136.

al pubblico di prodotti finanziari»; la modifica, infatti, ha voluto rendere aderente il codice civile alle novità introdotte nel Testo unico della finanza in cui è stata prevista la nozione di “offerta al pubblico di prodotti finanziari” per garantire una migliore informazione della clientela.

Per quanto ora detto può ritenersi, quindi, che la soluzione del problema possa essere cercata nella disciplina contenuta negli artt. 94 e seguenti, T.U. n. 58/1998; quest’ultimo all’art. 100 compendia, peraltro, i casi di inapplicabilità della normativa specifica predetta.

Partendo, perciò, dall’esame dell’art. 100, 1° comma, lett. *c*), T.U. n. 58/1998 – unitamente all’art. 34-*ter* del regolamento attuativo CONSOB adottato con delibera n. 11971/1999 come aggiornato con delibera n. 21016/2019 – considerando altresì l’elevato valore del taglio minimo richiesto (come si dirà successivamente) per l’emissione dei titoli di debito e applicando la normativa ora menzionata in relazione ai casi di esclusione della disciplina dell’offerta nei limiti di legge previsti – è possibile ritenere che si verta al di fuori della disciplina dell’“offerta al pubblico di prodotti finanziari” e conseguentemente al di fuori del concetto di “sollecitazione all’investimento”⁽²⁰⁾; in tal modo risulta così superata ogni problematica relativa all’emissione di titoli di debito convertibili.

Quale ulteriore casistica da analizzare, oggi vale, inoltre, la pena di considerare se la nuova normativa in tema di PMI (Piccole e Medie Imprese costituite in forma di s.r.l.) – e precisamente l’art. 4, 3° comma, lett. *c*), del d.lgs. n. 129/2017 che ha introdotto il comma 1-*bis* dell’art. 100-*ter*, T.U. n. 58/1998 – consenta all’interprete di far sì che i titoli di debito convertibili emessi da una PMI possano costituire da parte della società emittente oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari anche attraverso portali per raccolta di capitali.

In relazione a quanto ora detto il dubbio potrebbe sorgere dal momento che il comma 1-*bis* dell’art. 100-*ter*, T.U. n. 58/1998 fa riferimento a quote di partecipazione in PMI «costituite in forma di società a responsabilità limitata» e il titolo di debito convertibile alla fine potrebbe consentire proprio la sottoscrizione di quote di SRL avente i requisiti di PMI.

⁽²⁰⁾ Si consulti G.F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale*, cit., p. 573, nt. 14.

La risposta a tale ultimo quesito deve essere negativa per due ordini di argomentazioni, sia perché la lettera del comma 1-*bis* dell'art. 100-*ter*, T.U. n. 58/1998 si riferisce espressamente solo alle “quote”, sia perché i titoli di debito, ai sensi dell'art. 2483 c.c., devono essere inizialmente sottoscritti «soltanto da investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale a norma delle leggi speciali» e ai sensi del comma 1-*ter*, dell'art. 100-*ter* TUF da investitori professionali e da particolari categorie di investitori eventualmente individuate dalla CONSOB.

In base, poi, a quanto stabilito dall'autorità amministrativa il titolo di debito dovrà indicare il nominativo del primo investitore professionale che l'ha sottoscritto e l'importo della sottoscrizione, essendo ciò necessario per la successiva eventuale circolazione⁽²¹⁾.

Va, inoltre, considerato che l'emissione non può prevedere tagli di importo inferiore a 50.000 euro pena l'illiceità della delibera⁽²²⁾.

Si deve, poi, riscontrare che i titoli di debito possono essere anche ammessi alla quotazione nella piattaforma telematica dell'“EXTRAMOT PRO”, secondo le disposizioni piuttosto recenti dettate dal decreto “Sviluppo” e dalle successive disposizioni integrative.

La normativa speciale vigente stabilisce – in aggiunta alle norme codicistiche – i requisiti dimensionali per le srl che intendono emettere minibond, dovendo le stesse rientrare nella categoria delle Pmi; si richiedono in proposito requisiti dimensionali con riguardo al numero dei dipendenti, al fatturato o allo stato patrimoniale o requisiti riguardanti la natura dell'impresa non dovendosi trattare tra l'altro né di banche né di microimprese; inoltre, i bilanci degli ultimi due anni dovranno essere pubblicati e l'ultimo di questi dovrà essere certificato⁽²³⁾.

Oltre ai presupposti normativi qui sopra enunciati, le società in questione

⁽²¹⁾ Sul punto si veda sempre la delibera C.I.C.R. n. 1058/2005, già citata.

⁽²²⁾ Così correttamente A. BUSANI, *Titoli di debito di s.r.l.*, cit., p. 1323; l'illiceità della delibera risulta sempre dall'articolo 5 della delibera C.I.C.R. n. 1058/2005, più volte citata.

⁽²³⁾ La quotazione all'“EXTRAMOT PRO” trova fondamento sulla normativa di cui all'art. 32, d.l. n. 83/2012, come modificato e sostituito dall'art. 36, 3° comma, lett. d), d.l. n. 179/2012 come convertito.

dovranno ancora soddisfare – per essere ritenute affidabili – alcuni requisiti di “mercato”, come ad esempio avere un fatturato non inferiore ai 5.000.000 di Euro annuali ed in crescita negli ultimi 3 anni e – tra l’altro – anche un *rating* pubblico emesso da una società di rating .

Ai fini della circolazione del titolo deve aggiungersi che sono ammessi alle negoziazioni sull’“EXTRAMOT PRO” solo investitori professionali⁽²⁴⁾.

Le disposizioni vigenti prescrivono ulteriormente che per la quotazione all’EXTRAMOT PRO i titoli debbano essere dematerializzati ai sensi dell’art. 83-*bis* del T.U.F., nel testo modificato dal d.lgs. n. 176/2016⁽²⁵⁾.

5. — *Disciplina convenzionale del rapporto: ulteriori clausole statutarie.*

Lo statuto potrà ulteriormente normare non solo la delibera di emissione ma anche le vicende dei titoli e dei sottoscrittori degli stessi successivamente all’emissione.

In particolare potrà disciplinare l’assemblea dei sottoscrittori di titoli di debito che sarà competente a: 1) nominare o revocare il rappresentante comune dei sottoscrittori dei titoli di debito; 2) modificare le condizioni del

⁽²⁴⁾ Vedi a tale proposito sempre l’art. 32, d.l. n. 83/2012. Sui mini-bond in genere si consulti V. MORELLI, *La normativa di riferimento*, in *Mini-bond Istruzione per l’uso*, in *Consorzio Camerale per il Credito e la Finanza*, pp. 13-18, testo reperibile sul sito *Borsaitaliana.it*; è interessante leggere sull’argomento anche S. PADOVANI, A. GIARETTA, *Minibond: la disciplina dopo le nuove disposizioni*, in *Diritto* 24, 28 aprile 2014, testo reperibile sul sito *diritto24.ilsole24ore.com*; e M. FUSCO, *L’emissione di minibond ad opera delle PMI: il regime legale e fiscale*, 5 febbraio 2018, nel sito *4clegal.com*.

Interessante è il procedimento per la quotazione su cui si leggano P. LEOFFREDI, A. CAMPARI (Simmons & Simmons), *Il procedimento di ammissione a quotazione dei Minibond presso l’ExtraMOT PRO*, in *Approfondimenti Capital-Markets*, 7 Aprile 2014, testo reperibile sul sito *dirittobancario.it*.

⁽²⁵⁾ Con riferimento alla dematerializzazione, già M. STELLA RICHTER jr., *I titoli di debito delle società a responsabilità limitata*, cit., pp. 1193-1194, si domandava, anteriormente alle ultime riforme del T.U.F., se fosse possibile attuare, comunque, una dematerializzazione facoltativa del titolo di debito, dando al quesito risposta affermativa; in materia anche P. SPADA, *L’emissione dei titoli di debito nella “nuova” società a responsabilità limitata*, cit., p. 805.

prestito, su concorde richiesta della società, in attuazione di quanto previsto dall'ultima parte del 3° comma dell'art. 2483 c.c.; 3) decidere sulla costituzione di un fondo spese per la tutela degli interessi comuni e sul rendiconto dell'attività del rappresentante comune. Potrà trovare, inoltre, una disciplina statutaria anche la formalità di convocazione di tale assemblea, magari rinviando alle modalità di convocazione previste per l'assemblea dei soci, stabilendo tra l'altro che le delibere assembleari dei sottoscrittori dei titoli di debito debbano essere riportate in apposito libro; lo statuto potrà ancora determinare anche i requisiti previsti per essere nominato alla carica di rappresentante comune e i poteri del medesimo.

Nello statuto potrà essere contenuta anche un'apposita previsione che renda possibile, per la tutela degli interessi dei sottoscrittori dei titoli di debito, anche la possibilità che il rappresentante comune degli stessi abbia facoltà di partecipare alle assemblee dei soci e alle riunioni dell'organo amministrativo.

Qualora, poi, vengano emessi dalla stessa società vari prestiti sotto forma di diverse emissioni di titoli di debito, potrà ipotizzarsi che l'insieme dei sottoscrittori di ogni prestito abbia interessi diversi rispetto a quelli rappresentati dai sottoscrittori dei singoli prestiti; quindi, è possibile ritenere che lo statuto disponga assemblee separate per i sottoscrittori delle varie emissioni di titoli di debito che decideranno sugli interessi particolari dei portatori di ciascuna emissione. A fronte di ciò, potrà essere anche prevista un'assemblea generale di tutti i portatori dei titoli di debito che si relazioni nei confronti della società emittente per gli argomenti di interesse comune; nei confronti di tutte le assemblee ora dette lo statuto potrà disciplinare oltre alle modalità di convocazione, il diritto di intervento, il diritto di voto, i quorum costitutivi e deliberativi.

6. — *Natura giuridica della procedura di emissione e forma delle delibere.*

Quanto alla procedura di emissione, la stessa si configura come un contratto tra la società e i sottoscrittori.

Valutando ora la forma della delibera di emissione, autorevole dottrina⁽²⁶⁾ ritiene che non necessiti la forma notarile, ritenendosi comunque in generale che debba comunque risultare da atto in forma scritta⁽²⁷⁾.

In proposito l'interprete viene portato a valutare se ciò sia conforme a quelli che sono i principi generali: appare, infatti, piuttosto strano che un atto che ben può essere fondamentale nella vita della società venga creato dal Legislatore senza il controllo notarile, tanto più che la norma parallela prevista per le s.p.a. dall'art. 2410 c.c. prevede la redazione per atto di notaio. Vale ancora la pena di considerare che l'art. 2526 c.c., in materia di società cooperative, al primo comma afferma: «l'atto costitutivo può prevedere l'emissione di strumenti finanziari secondo la disciplina prevista per le società per azioni»; tale norma farebbe pensare, anche se l'opinione non è spesso condivisa⁽²⁸⁾, che la disciplina generale della s.p.a. si applichi anche alle cooperative che sono sottoposte alla disciplina delle s.r.l.; ciò sarebbe maggiormente confermato dall'ultimo comma dell'art. 2526 c.c. che stabilisce: «la cooperativa cui si applicano le norme delle società a responsabilità limitata può offrire in sottoscrizione strumenti privi di diritti di amministrazione solo a investitori qualificati». Ora, se questa previsione normativa deve avere un senso, l'unico modo per poter glielo attribuire è quello di ritenere che alle cooperative soggette alle norme delle s.r.l. non si rende applicabile de plano la disciplina prevista dall'art. 2483 c.c., ma quella della s.p.a. come prevista dal primo comma dell'art. 2526 c.c.

Condividendo, quindi, questo ragionamento potremo arrivare a dire che le cooperative rette dalla disciplina delle s.r.l. per emettere titoli di debito, debbano far riferimento alla disciplina dell'art. 2410 c.c., che prevede la verbalizzazione in forma notarile.

⁽²⁶⁾ A. BUSANI, *Titoli di debito di s.r.l.*, cit., p. 1323; G. CABRAS, in G. NICCOLINI, A. STAGNO D'ALCONTRES (a cura di), *Società di Capitali. Commentario*, cit., p. 1695; G.B. PORTALE, *L'emissione di titoli di debito e la rilevanza delle vicende sociali*, in A.A. DOLMETTA, G. PRESTI (a cura di), *S.R.L. Commentario*, Milano, 2011, p. 1003; F. TASSINARI, *La riforma delle società a responsabilità limitata*, cit., p. 143.

⁽²⁷⁾ Così M. STELLA RICHTER jr., *I titoli di debito delle società a responsabilità limitata*, cit., p. 1191.

⁽²⁸⁾ *Contra*, sul punto specifico A. LOLLI, sub *art. 2526*, in A. MAFFEI ALBERTI (a cura di), *Il nuovo diritto delle società*, Padova, 2005, p. 2717.

Pertanto, partendo da questa ricostruzione – che prevede sia in base all’art. 2410 c.c. che in base all’art. 2526 c.c. la verbalizzazione per atto notarile – è spontaneo chiedersi se sia logico pensare che l’emissione di titoli di debito nella s.r.l. ai sensi dell’art. 2483 c.c. necessiti della sola forma scritta.

Per un principio di coerenza del sistema mi sembrerebbe che la risposta debba essere data nel senso per cui anche nella fattispecie dell’art. 2483 c.c. la verbalizzazione debba essere effettuata per atto notarile.

A favore di questa considerazione militano ulteriormente anche altre valutazioni: *a)* l’art. 2410 c.c. risulta essere espressione di un principio generale per l’emissione di strumenti finanziari⁽²⁹⁾ e quindi anche per la loro forma, tanto più che gli stessi sostenitori della sola forma scritta richiamano il contenuto della norma ora detta ai fini di individuare i termini per la pubblicità⁽³⁰⁾; *b)* non deve sorprendere che l’interprete – a fronte della mancanza di una espressa previsione in materia di forma – applichi in proposito in maniera estensiva altre norme che prevedono requisiti formali; si veda sul punto l’opinione espressa in materia da una recente pronuncia della Cassazione che, pur in mancanza di apposita disciplina formale, ha ritenuto esistente un onere di forma per il mutuo dissenso di contratto preliminare⁽³¹⁾.

Se quanto ora esposto può essere condiviso, con un’interpretazione sistematica si arriva ad affermare che la società potrà esprimere la propria proposta di contratto mediante un verbale notarile in cui sia stata decisa l’emissione dei titoli di debito con le condizioni del prestito e le modalità di

⁽²⁹⁾ In effetti, leggendo M. STELLA RICHTER jr., *I titoli di debito delle società a responsabilità limitata*, cit., pp. 1202-1203, sembra di poter affermare che esista un principio generale inerente le società di capitali (sia srl che spa) in forza del quale per le stesse si rende possibile l’emissione di strumenti finanziari non partecipativi come i titoli di debito o le obbligazioni; in forza di questo principio generale oltre alle diversità di disciplina elencate in precedenza permangono, quindi, vari punti di contatto tra le due normative.

⁽³⁰⁾ È questa l’opinione di A. BUSANI, *Titoli di debito di s.r.l.*, cit., p. 1323; e G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, in *Cod. civ. Comm. Schlesinger*, Milano, 2010, p. 1791.

⁽³¹⁾ Così Cass., 23 novembre 2018, n. 30446; l’idea che la delibera di emissione necessiti comunque della forma notarile è stata sostenuta – pur se fortemente criticata – anche da L. PICONE, in *Codice commentato delle nuove società Bonfante-Corapi-Marziale-Rodorf-Salafia*, Milano, 2004, p. 1122, facendo applicazione analogica dell’art. 2410 c.c.

rimborso, oltre alla determinazione di tutti gli elementi richiesti dalle clausole statutarie; in ogni caso la presenza della stipula per atto notarile rivestirà una funzione tuzioristica nei confronti del sottoscrittore, considerando il disposto dell'art. 474, 2° comma, c.p.c.

Quindi il quadro dell'emissione potrebbe astrattamente disegnarsi così: a monte, come antecedente logico, la società, statuto permettendo, potrà deliberare sull'emissione dei titoli di debito; a fronte della delibera così assunta, la società in persona dei suoi organi rappresentativi potrà perfezionare con i vari soggetti i contratti di sottoscrizione delle varie emissioni di titoli di debito, sulla base della modalità e dei termini fissati nella delibera di emissione, in modo tale che ogni contratto di sottoscrizione risulti essere completo sia nei suoi elementi accessori, sia anche in quelli essenziali⁽³²⁾; per semplicità la prassi potrà effettuare una crasi di questi due momenti logici, riducendoli in un unico documento cartaceo e cioè facendo intervenire nel contesto della delibera di emissione i vari finanziatori che si troveranno così a sottoscrivere il prestito.

Ovviamente sarà buona norma per il notaio – e prima ancora che per il notaio per la società emittente – prevedere nella delibera di emissione che il contratto di finanziamento relativo all'emissione di titoli di debito produca effetti solo se la delibera sarà iscritta nel Registro delle Imprese.

Da ultimo, ai fini della perfezione del contratto di sottoscrizione, sarà necessario il solo incontro dei consensi, non facendo riferimento la norma in alcun modo alla consegna della somma per la conclusione del negozio.

7. — *Pubblicità delle delibere.*

Rilevante, poi, a questo fine è stabilire quale sia l'impatto della pubblicità consistente nell'iscrizione della delibera nel Registro Imprese, sia per quanto riguarda la modifica statutaria che introduce nello statuto la clausola che

⁽³²⁾ Sugli elementi essenziali del contratto si legga la recente monografia di E. DEL PRATO, *Requisiti del contratto. Art. 1325 c.c.*, in *Cod. civ. Comm. Schlesinger*, Milano, 2013.

facoltizza la società ad emettere titoli di debito, sia per quanto riguarda la delibera di emissione dei titoli stessi.

Circa la delibera che facoltizza la società a deliberare successivamente l'emissione di titoli di debito, questa viene pubblicizzata ai sensi del disposto degli artt. 2480 e 2436 c.c.; in proposito si può ritenere che tale pubblicità sia una *condicio juris* di efficacia.

Al contrario, per quanto riguarda la delibera di emissione, non essendo specificati direttamente gli effetti di questa pubblicità discendente dall'iscrizione al Registro Imprese, può ritenersi che si tratti di una pubblicità meramente dichiarativa ai sensi dell'art. 2193 c.c.⁽³³⁾.

È, quindi, gioco-forza domandarsi a questo punto se la sottoscrizione dell'emissione di titoli di debito possa avvenire anche in pendenza di iscrizione al registro imprese di una o di entrambi le delibere sopra richiamate; una spiegazione strettamente logica partirebbe dalla ricostruzione della natura giuridica dell'iscrizione stessa delle delibere; quindi – a seconda che si tratti di *condicio juris* sospensiva da una parte o risolutiva dell'efficacia (o anche di pubblicità dichiarativa) dall'altra – in conseguenza di ciò si dovrebbe ritenere non ammissibile o ammissibile la sottoscrizione anticipata rispetto alla realizzazione della necessaria pubblicità⁽³⁴⁾.

Quanto alla legittimazione al deposito al Registro Imprese bisogna distinguere tra la delibera modificativa dello statuto volta a facoltizzare la società all'emissione dei titoli di debito e la delibera di emissione vera e propria; la prima sarà una normale delibera modificativa dell'atto costitutivo per cui sarà legittimato ad effettuare il deposito il notaio rogante ai sensi del combinato disposto degli artt. 2480 e 2436 c.c.; in relazione alla seconda, la com-

⁽³³⁾ La natura dichiarativa della pubblicità della delibera societaria che emette titoli di debito è stata condivisa anche da G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, cit., p. 1791. Sembra esprimersi in tal senso anche A. BUSANI, *Titoli di debito di s.r.l.*, cit., p. 1323.

⁽³⁴⁾ Non sembra, infatti, si possa ritenere che, alla luce del testo normativo, la pubblicità al Registro Imprese assuma la veste di pubblicità costitutiva; se così fosse, l'emissione dei titoli di debito sarebbe possibile solo dopo l'iscrizione della delibera a Registro Imprese competente. L'opinione che attribuisce natura costitutiva alla pubblicità nel Registro Imprese è stata sostenuta da M. STELLA RICHTER jr., *I titoli di debito delle società a responsabilità limitata*, cit., p. 1191.

petenza immediata ad effettuare il deposito è stabilita dall'art. 2483 c.c. che legittima gli amministratori a richiedere l'iscrizione al Registro Imprese; la prassi, comunque, vede una legittimazione del notaio rogante nella "presunzione" che il ricevimento dell'atto contenga implicitamente una delega al deposito, oppure più prudentemente mediante apposita delega conferita al notaio stesso fuori delibera mediante scrittura privata.

8. — *La prassi quotidiana nel superamento della pubblicità.*

In realtà, la prassi quotidiana ha finito per superare la questione puramente tecnica e logica ammettendo che possano essere anticipati, nonostante qualsivoglia natura si offra alla ricostruzione del fenomeno pubblicitario, gli effetti di talune delibere, proprio a prescindere dalla pubblicità stessa. Si pensi ad esempio alla sottoscrizione di un aumento di capitale a pagamento effettuata contestualmente alla delibera di emissione.

Perciò, sia la prassi riconosciuta da alcune massime notarili come quelle del Consiglio Notarile di Milano⁽³⁵⁾, sia la prassi precedentemente in voga nei Tribunali, sia le istruzioni conferite a livello camerale, confermano la possibilità che possano essere anticipate, rispetto al compimento delle formalità pubblicitarie, le delibere di carattere puramente economico, mentre ciò non pare sia possibile per le delibere di carattere organizzativo; si pensi in tal senso ad una modifica statutaria con cui la società sostituisce ad un amministratore unico un organo pluripersonale collegiale.

9. — *Pattuizioni accessorie del prestito.*

Vale ancora la pena osservare che l'accordo di sottoscrizione è – quasi sempre – accompagnato, altresì, da ulteriori accordi negoziali che contengo-

⁽³⁵⁾ Vedi in tal senso in *Massime notarili in materia societaria*, a cura del Consiglio Notarile di Milano, 2018, *Massima* 10 marzo 2004; e C. VENTURI, *La riforma del diritto societario e gli effetti della iscrizione degli atti nel registro delle imprese*, pp. 5-6, nel sito web *tuttocamere.it*.

no vari meccanismi di controllo a favore del creditore investitore, dandogli la possibilità non solo di partecipare come si è detto tramite un rappresentante comune alle assemblee dei soci e alle riunioni dell'organo amministrativo, ma imponendo anche che la società non superi determinati livelli di indebitamento in relazione al patrimonio netto e/o che la stessa non fatturi al di sotto di un certo quantum; tali meccanismi prevedono che, qualora i limiti predetti vengano superati e cioè che qualora la società si indebiti al di sopra di una certa soglia o abbia un fatturato inferiore al limite minimo, la stessa sarà tenuta a restituire immediatamente il prestito ricevuto dall'investitore; in sostanza, dietro a queste pattuizioni vi è l'applicazione dei principi generali previsti dall'art. 1186 c.c. circa la decadenza dal beneficio del termine, solo che qui sono già prefigurati alcuni eventi specifici che sono volti ad azionare la decadenza; a fronte di ciò nell'art. 1186 c.c., al contrario, si fa un generico riferimento alla diminuzione per fatto proprio delle garanzie date o al fatto che non vengano prestate le garanzie promesse⁽³⁶⁾.

Inoltre, nell'esame della fattispecie va tenuto presente che, mentre nell'art. 1186 c.c. si fa riferimento ad un comportamento volontario del debitore, in questi accordi negoziali collegati alla delibera di emissione – ai fini della decadenza dal beneficio del termine – può farsi tranquillamente riferimento ad eventi che siano anche totalmente svincolati dalla volontà del debitore stesso, ma che assumono comunque rilevanza una volta che siano superati i limiti previsti come sopra detto.

10. — *La modifica delle condizioni del prestito.*

L'art. 2483 c.c. facoltizza la società a modificare le condizioni e le modalità del prestito «previo consenso della maggioranza dei possessori dei titoli».

L'interprete chiamato a stilare il contratto modificativo avrà qui sostanzialmente davanti a sé due ipotesi: a) qualora la delibera di emissione o la de-

⁽³⁶⁾ In proposito si consulti C.M. BIANCA, *Diritto civile*, 4, *L'obbligazione*, Milano, 1990, p. 220 ss.

libera con cui lo statuto è stato modificato, in modo tale da rendere possibile l'emissione dei titoli di debito, non prevedano assemblee dei sottoscrittori dei titoli – applicando i principi generali in materia di contrattualistica – necessiterà il consenso di tutte le parti in gioco e quindi sia il consenso della società, sia il consenso di tutti i titolari sottoscrittori dei titoli; *b)* qualora, invece, sia previsto nello statuto o nella delibera di emissione che i sottoscrittori dei titoli possano esprimere la loro volontà mediante deliberazione assembleare presa a maggioranza, in tal caso il contratto modificativo potrà essere realizzato facendo partecipare allo stesso sia il legale rappresentante della società, la quale avrà deliberato a maggioranza, sia il rappresentante dei sottoscrittori dei titoli di debito sulla base di quanto deciso a maggioranza dall'assemblea dei medesimi⁽³⁷⁾.

A tutela delle posizioni individuali dei singoli sottoscrittori dei titoli di debito deve osservarsi che, mitigando il principio ora espresso, la modificabilità a maggioranza deve valere solo per le modifiche minori e cioè per quelle che non incidano sulle “basi strutturali” del prestito⁽³⁸⁾.

È sorta, altresì, questione sulle modalità con cui vada assunta la delibera nell'ambito dell'assemblea dei sottoscrittori di titoli di debito; alcuni autori ritengono preferibile che sia previsto il voto per capi⁽³⁹⁾, mentre altri preferirebbero che lo statuto autorizzasse il voto per quote⁽⁴⁰⁾; in effetti, quest'ultima sembrerebbe la soluzione migliore, dal momento che la capacità di incidere in assemblea dovrebbe essere proporzionale all'interesse

⁽³⁷⁾ Così A. BUSANI, *Titoli di debito di s.r.l.*, cit., p. 1325.

⁽³⁸⁾ A. BUSANI, *Titoli di debito di s.r.l.*, cit., p. 1325, ritiene, infatti, che in ogni caso non possano essere modificate con delibere a maggioranza – ma solo con l'unanimità dei consensi – gli elementi strutturali e fondamentali del prestito e cioè quegli elementi che vadano ad incidere sul diritto alla “restituzione dell'apporto”, o che comportino la “trasformazione del rapporto in mutuo ordinario”, o alterino la “parità di trattamento tra i possessori”; questo pensiero è condiviso anche da F. TASSINARI, *La riforma delle società a responsabilità limitata*, cit., p. 143; si veda altresì G.B. PORTALE, *L'emissione di titoli di debito e la rilevanza delle vicende sociali*, cit., p. 1004.

⁽³⁹⁾ Si veda F. TASSINARI, *La riforma delle società a responsabilità limitata*, cit., p. 142; G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, cit., p. 1814.

⁽⁴⁰⁾ In proposito tra gli altri A. BUSANI, *Titoli di debito di s.r.l.*, cit., p. 1325, nt. 71.

economico, ferma comunque la liceità sia dell'una che dell'altra previsione.

Circa l'organo competente a deliberare la modifica per la società, la forma e la pubblicità del contratto modificativo, la soluzione più logica appare quella di richiamare tutte le conclusioni formulate in proposito per la delibera di emissione.

11. — *Esame di fattispecie patologiche.*

Oltre quanto sopra già esaminato circa l'eventualità di una previsione statutaria che non indichi l'organo competente a decidere sull'emissione di titoli di debito, l'interprete deve anche considerare quale sia la sorte della delibera di emissione e del successivo contratto di emissione di titoli di debito adottati in totale assenza di previsione autorizzativa contenuta nell'atto costitutivo e nello statuto.

È stato correttamente osservato sul punto che la mancanza della previsione statutaria autorizzativa non rende applicabile la disciplina dell'art. 2475-*bis* c.c., disciplina che colmerebbe solo le limitazioni statutarie dei poteri degli amministratori⁽⁴¹⁾; in effetti qui potrà tranquillamente sostenersi che la delibera di emissione sia invalida ai sensi dell'art. 2479-*ter* c.c. e che l'atto compiuto dall'organo amministrativo in presenza di una siffatta delibera debba essere considerato carente di potere e quindi di legittimazione. Pertanto, il sottoscrittore in tale ipotesi potrà richiedere immediatamente alla società le somme "finanziate come titolo di debito", ma la società potrà astenersi dal corrispondere gli interessi dal momento che il contratto concluso è inefficace⁽⁴²⁾.

⁽⁴¹⁾ In tal senso P. SPADA, *L'emissione dei titoli di debito nella "nuova" società a responsabilità limitata*, cit., p. 807; B. LIBONATI, *Diritto commerciale*, cit., p. 461, G. CABRAS, in G. NICCOLINI, A. STAGNO D'ALCONTRES (a cura di), *Società di Capitali. Commentario*, cit., p. 1694.

⁽⁴²⁾ Così M. STELLA RICHTER jr., *I titoli di debito delle società a responsabilità limitata*, cit., p. 1188.

12. — *Soggetti destinatari e responsabilità patrimoniale per la solvenza dell'emittente a garanzia del compratore del titolo.*

L'art. 2483 c.c., con riferimento a questa problematica, deve essere inquadrato nell'ambito organizzativo della società a responsabilità limitata; infatti, con tale forma organizzativa è preclusa alla società lo svolgimento di attività finanziaria nei confronti del pubblico in generale, diversamente da quanto previsto nella s.p.a. che si ritiene costituisca un tipo societario destinato ad un'apertura verso il mercato e in particolare verso il mercato dei capitali (fatte salve – come si è osservato – le norme in materia di Start Up innovative, la nuova disciplina prevista in tema di PMI che ha modificato l'art. 100-*ter* del T.U. n. 58/1998 e la disciplina prevista dai vari “Decreti Sviluppo”, “Destinazione Italia “ e “Crescita” di cui si è parlato in precedenza).

Per tale motivo l'art. 2483 c.c. prevede che i titoli, emessi ai sensi del primo comma di tale norma, possano essere sottoscritti solo da investitori professionali “*Soggetti a vigilanza prudenziale a norma della legislazione speciale*”; in tal senso mi sembra che l'art. 2483 c.c. si ponga sempre come norma generale rispetto alle disposizioni di cui all'art. 100-*ter* del T.U. n. 58/1998 per cui nell'eventualità che il titolo di debito sia quotato la categoria degli “investitori professionali” e le “particolari categorie di investitori eventualmente individuate dalla CONSOB” cui si riferisce il comma 1-*ter* della norma da ultimo citata costituiscono un ampliamento del campo dei possibili sottoscrittori rispetto a quanto previsto nello stesso articolo 2483 c.c.

Quindi tali titoli, in base all'art. 2483 c.c., sono diretti in prima battuta a banche, fondi di investimento, Sim, compagnie di assicurazione, sicav, S.G.R.⁽⁴³⁾, fondazioni bancarie, fondi pensione, investitori professionali sog-

⁽⁴³⁾ Con riferimento alle SGR il “Bollettino di Vigilanza” di Banca d'Italia, n. 6, 2004, p. 6, ha previsto che – data la esclusività della loro attività – le stesse non possano rispondere della solvenza dell'emittente, ai sensi dell'art. 2483 c.c. e questo mal si concilierebbe con la previsione codicistica.

Va considerato, comunque, che tale idea sembrerebbe eccessiva anche sulla base di quanto previsto nell'art. 31, 2° comma, reg. CONSOB n. 11522/1998. In quest'ultimo

getti a vigilanza prudenziale, che siano quindi in grado di conoscere e capire tutti i rischi derivanti dal collocamento⁽⁴⁴⁾.

Infatti, la norma opera un distinguo tra il collocamento iniziale e la successiva circolazione del titolo, stabilendo che, nei successivi passaggi, il soggetto alienante risponderà della solvenza dell'emittente nei confronti degli acquirenti che non siano investitori professionali o soci della società emittente.

In relazione a questo punto, da un esame letterale del disposto normativo, risulta che nella prima parte del 2° comma dell'art. 2483 c.c. si fa riferimento agli «investitori professionali *soggetti a vigilanza prudenziale a norma della legislazione speciale*», mentre nella seconda parte del medesimo comma si parla semplicemente di «investitori professionali»; si deve convenire in merito che la circostanza non è casuale, opinandosi che i soggetti che non possono beneficiare della garanzia *ex lege* prevista dall'art. 2483 c.c. siano tutti gli investitori professionali in generale, senza che debba trattarsi in particolare di quelli soggetti a vigilanza prudenziale, ampliando così la legge il numero di coloro che risultano esclusi dal beneficio della fidejussione prevista dalla norma⁽⁴⁵⁾.

Tutto quanto sopra detto si giustifica con la necessità di tutelare i soggetti che non siano riconducibili alla categoria degli investitori professionali e che quindi non abbiano determinate capacità e cognizioni o che non siano soci dell'emittente e conseguentemente potenzialmente a conoscenza della situazione patrimoniale di quest'ultima.

Per questo il legislatore, nell'ipotesi di trasferimento del titolo di debito in favore di soggetto estraneo alla compagine dell'emittente o non riconducibile alla figura dell'investitore professionale, ha stabilito che esista una

senso sembrerebbe, quindi, orientata l'opinione prevalente per la quale si consultino tra gli altri M. STELLA RICHTER jr., *I titoli di debito delle società a responsabilità limitata*, cit., p. 1198; A. BUSANI, *Titoli di debito di s.r.l.*, cit., p. 1321.

⁽⁴⁴⁾ Si noti che l'art. 1, 1090° comma, l. n. 145/2018 (finanziaria 2019) ha previsto che anche le società di cartolarizzazione possano sottoscrivere titoli di debito e che l'emissione dei titoli ad esse destinati possa avvenire in deroga al secondo comma dell'art. 2483 c.c.

⁽⁴⁵⁾ La tesi è sposata anche dall'attenta analisi di M. STELLA RICHTER jr., *I titoli di debito delle società a responsabilità limitata*, cit., p. 1199; e da A. BUSANI, *Titoli di debito di s.r.l.*, cit., p. 1324.

garanzia per la solvenza dell'emittente in favore del compratore e a carico del venditore; si tratterà in tal caso di una fidejussione *ex lege*⁽⁴⁶⁾ e cioè di una responsabilità solidale per debito altrui che graverà in capo al cedente. Ciò è tanto più vero qualora il cedente venga escusso a fronte dell'indempimento dell'emittente; infatti, avrà contro quest'ultima un'azione di regresso e potrà surrogarsi nei diritti del compratore stesso contro l'emittente stessa⁽⁴⁷⁾.

Tale garanzia è giusto e corretto che non spetti in favore del socio dell'emittente, considerando altresì che in tale ipotesi troverà applicazione la disciplina di postergazione prevista, al fine di attuare la capitalizzazione della s.r.l., dall'art. 2467 c.c., anche addirittura nell'ipotesi in cui a garanzia del titolo sia stata iscritta un'ipoteca⁽⁴⁸⁾, ritenendosi ammissibile la prestazione di questa garanzia nell'ambito della autonomia negoziale concessa alle parti.

In definitiva, quindi, tale disciplina prevista dall'art. 2483 c.c. si pone come una deroga ai principi stabiliti dalle norme generali in tema di cessione di credito e contenuti negli artt. 1266 e 1267 c.c.⁽⁴⁹⁾.

Si rileva in proposito che, mentre la garanzia della solvenza prevista

⁽⁴⁶⁾ Naturalmente, sorgendo l'obbligo di garanzia dalla previsione legale e non dalla volontà delle parti tale fidejussione per questo motivo si differenzia da una fidejussione convenzionale, rimanendo però inalterati gli effetti di garanzia in favore del creditore rispetto a quelli di una fidejussione negoziale. Sui contratti di garanzia in genere vedi A. SASSI, *Contratti di garanzia*, in A. PALAZZO, S. MAZZARESE (a cura di), *I contratti gratuiti*, in *Tratt. contratti Rescigno-Gabrielli*, Torino, 2008, p. 451 ss.

⁽⁴⁷⁾ Sulla surrogazione si leggano O. BUCCISANO, *La surrogazione per pagamento*, Milano, 1958; B. CARPINO, *Pagamento con Surrogazione. Artt. 1201-1205*, in *Comm. cod. civ. Scialoja-Branca*, Bologna-Roma, 1988.

⁽⁴⁸⁾ Secondo G. CABRAS, in G. NICCOLINI, A. STAGNO D'ALCONTRES (a cura di), *Società di Capitali. Commentario*, cit., p. 1696, all'operazione di finanziamento attuata tramite l'emissione di titoli di debito non sarebbe applicabile la disciplina della postergazione prevista dall'art. 2467 c.c. Sembra, invece, sicuramente preferibile sostenere che, essendo l'art. 2467 c.c. una norma "materiale", volta cioè a tutelare la sostanza della situazione giuridica al di là della forma, lo stesso debba trovare applicazione anche nella fattispecie dell'emissione dei titoli di debito; così M. CAMPOBASSO, *Finanziamento del socio*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2008, I, p. 443.

⁽⁴⁹⁾ Sul punto vedi P. PERLINGIERI, *Della cessione dei crediti. Artt. 1266-1267*, in *Comm. cod. civ. Scialoja-Branca*, Bologna-Roma, 1982, p. 274 ss., spec. pp. 282-284.

dall'art. 1267 c.c. prevede che il cedente risponda verso il cessionario nei limiti di quanto ha ricevuto oltre accessori, la garanzia prevista dall'art. 2483 c.c. sarà azionabile non solo dall'immediato cessionario del titolo di debito ma anche da quello successivo, purché non sia investitore professionale o socio dell'emittente; inoltre, l'ammontare della garanzia non è limitato a quanto si è ricevuto per la cessione, ma è completo e totale nei confronti di tutti gli obblighi assunti dalla società emittente⁽⁵⁰⁾. Rimane salva l'applicazione dell'ultimo comma dell'art. 1267 c.c. che è espressione di un principio generale già individuato nell'art. 1227 c.c., secondo cui il soggetto creditore della prestazione vede ridotto o azzerato il suo credito qualora abbia tenuto un comportamento suscettibile di aggravare la posizione di colui che deve effettuare l'adempimento sia per adempiere ad un debito proprio sia per garantire un debito di altri.

In sostanza è condivisibile l'opinione di chi ritiene che tale garanzia operi in maniera simile a quella prevista in base all'art. 19 della legge cambiaria, dal momento che il corrispettivo pagato dal primo sottoscrittore non è conosciuto dai terzi⁽⁵¹⁾.

Resta ancora da chiedersi come si articoli tale garanzia in una catena di cessioni in cui il titolo di debito passi dai primi sottoscrittori a soggetti che non sono né soci dell'emittente né investitori professionali; in particolare, il dubbio è se – dopo il primo sottoscrittore – la garanzia sia dovuta da qualunque soggetto che trasferisca il titolo anche se non dotato della qualifica di “investitore professionale soggetto a vigilanza prudenziale” o se tale obbligo di garanzia, invece, sia imposto solo a quei soggetti che all'interno della catena di trasferimento rivestano la qualifica di “investitore professionale soggetto a vigilanza prudenziale”.

Sembrerebbe corretto propendere per quest'ultima soluzione nel senso che la garanzia della solvenza sarà dovuta solo dall'ultimo tra gli “investitori

⁽⁵⁰⁾ L'opinione è stata autorevolmente espressa tra gli altri da M. STELLA RICHTER jr., *I titoli di debito delle società a responsabilità limitata*, cit., pp. 1199-1202, A. BUSANI, *Titoli di debito di s.r.l.*, cit., p. 1324.

⁽⁵¹⁾ Ciò è condiviso da A. BUSANI, *Titoli di debito di s.r.l.*, cit., p. 1324; e da M. STELLA RICHTER jr., *I titoli di debito delle società a responsabilità limitata*, cit., p. 1201.

professionali soggetti a vigilanza prudenziale” che abbia acquistato il titolo di debito, con ciò facilitandosi la circolazione del titolo e restando aderenti alla lettera dell’art. 2483 c.c. che ha riconnesso tale responsabilità ad una precisa qualifica soggettiva⁽⁵²⁾.

In tale contesto la valutazione della qualità di “socio dell’emittente” dovrà essere effettuata solo con riferimento al momento dell’acquisto del titolo⁽⁵³⁾.

A conclusione del punto specifico, sembra si possa tranquillamente opinare che tale garanzia *ex lege* sia azionabile in tutte le ipotesi di insolvenza dell’emittente, compresa anche la sottoposizione di quest’ultima a procedure concorsuali collettive; del resto nel silenzio della legge non appare possibile pensare a limitazioni della stessa, trattandosi di previsione inderogabile in quanto prevista in favore di terzi creditori⁽⁵⁴⁾.

Ovviamente tale garanzia non entrerà in gioco qualora i titoli siano destinati a circolare solo tra investitori professionali, come nel caso della quotazione all’EXTRAMOT PRO.

In questa ultima fattispecie potrà trovare applicazione il privilegio speciale sui beni mobili destinati all’esercizio dell’impresa non iscritti in pubblici registri, previsto come facoltà delle parti dal comma 1-*bis* dell’art. 46 del T.U. bancario.

Da ultimo si rileva che tale fidejussione *ex lege*, secondo parte della Dottrina⁽⁵⁵⁾, costituirebbe sufficiente motivazione per escludere l’applicazione della disciplina di cui al T.U. n. 58/1998, in caso di successiva immissione di titoli di debito da parte degli investitori professionali sul mercato secon-

⁽⁵²⁾ Vedi A. BUSANI, *Titoli di debito di s.r.l.*, cit., p. 1324; M. STELLA RICHTER jr., *I titoli di debito delle società a responsabilità limitata*, cit., p. 1202; M. DOLZANI, E. CORSO, *Titoli di debito: regime di responsabilità e limiti nella circolazione*, cit., pp. 256-257.

⁽⁵³⁾ L’idea è sposata da A. BUSANI, *Titoli di debito di s.r.l.*, cit., pp. 1324-1325, e da G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, cit., p. 1809; si veda, altresì, anche M. STELLA RICHTER jr., *I titoli di debito delle società a responsabilità limitata*, cit., p. 1198 ss.

⁽⁵⁴⁾ Tale opinione trova conforto nel pensiero di M. STELLA RICHTER jr., *I titoli di debito delle società a responsabilità limitata*, cit., p. 1202.

⁽⁵⁵⁾ Così S. PATRIARCA, *I titoli di Debito della s.r.l. tra opportunità e problemi interpretativi*, Milano, 2005, p. 50.

dario; in verità, l'opinione opposta⁽⁵⁶⁾ riterrebbe, comunque, applicabile la disciplina del T.U.F. nell'ipotesi in cui venga effettuata la sollecitazione all'investimento in favore di soggetti non qualificati.

Va, però, ricordato che – ai sensi dell'art. 100, T.U. n. 58/1998 come integrato dall'art. 34-ter del regolamento CONSOB adottato con delibera 11971 del 1999 come modificata con delibera 21016 del 2019 – anche la circolazione dei titoli di debito successiva all'emissione degli stessi potrà essere ricondotta al di fuori della disciplina dell'“offerta al pubblico di prodotti finanziari”, come già si è detto al punto 4 di questa parte seconda del presente lavoro⁽⁵⁷⁾.

13. — *Vicende della società emittente.*

Al riguardo vengono qui esaminate tre ipotesi particolari: quella della riduzione di capitale, della trasformazione e della fusione o della scissione.

Con riferimento all'ipotesi della riduzione di capitale sociale è chiaro che – ove si tratti della riduzione volontaria prevista dall'art. 2482 c.c. – i creditori sociali saranno protetti dalla facoltà di opposizione prevista dalla norma medesima⁽⁵⁸⁾.

Resta da considerare quale sia la sorte della delibera *ex* art. 2482 c.c. adottata in pendenza di emissione di titoli di debito, a fronte della quale emissione la società si sia assunta l'impegno di mantenere il capitale ad un certo ammontare. Mi sembra possa ritenersi in proposito che, qualora si tratti di impegno a latere della delibera di emissione, la delibera di riduzione sia lecita e nulla possano pretendere i creditori che non abbiano esperito opposizione ai sensi dell'art. 2482 c.c.

Diversamente, qualora si ricada nell' ipotesi di riduzione per perdite, la

⁽⁵⁶⁾ È quanto riaffermato da B. LIBONATI, *Diritto commerciale*, cit., ed. 2009, p. 513.

⁽⁵⁷⁾ Così G.F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale*, cit., p. 573, nt. 14.

⁽⁵⁸⁾ Sul punto, si osservi M. STELLA RICHTER jr., *I titoli di debito delle società a responsabilità limitata*, cit., p. 1204.

stessa è atto dovuto e non dovrebbe incidere sull'emissione dei titoli di debito stante l'obbligatorietà e vista l'assenza di limiti almeno nella previsione dell'art. 2483 c.c.⁽⁵⁹⁾.

Anche la trasformazione da s.r.l. a s.p.a. si ritiene compatibile con l'emissione di titoli di debito già effettuata in virtù del generale principio per cui le società di capitali possono emettere strumenti finanziari non partecipativi; infatti, come giustamente è stato sostenuto⁽⁶⁰⁾, anche qualora siano superati i limiti previsti dall'art. 2410 c.c., l'interprete potrà trovare conforto nel secondo comma dell'art. 2412 c.c. per cui i limiti possono essere superati se «le obbligazioni sono emesse in favore di investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale in base alle leggi speciali», con tutte le conseguenze che da ciò deriveranno (garanzia della solvenza nei confronti dei successivi acquirenti prevista sia dall'art. 2412, 2° comma, c.c. che dall'art. 2483, 2° comma, c.c.).

Non può affermarsi, al contrario, l'ammissibilità della trasformazione di società a responsabilità limitata in società di persone qualora sia stata effettuata un'emissione di titoli di debito; tantomeno sarà possibile una trasformazione eterogenea da s.r.l. in un altro ente cui il codice civile non consenta l'emissione di strumenti finanziari (art. 11, d.lgs. n. 385/1993)⁽⁶¹⁾.

⁽⁵⁹⁾ È interessante leggere in argomento F. TASSINARI, *La riforma delle società a responsabilità limitata*, cit., p. 189.

⁽⁶⁰⁾ Così M. STELLA RICHTER jr., *I titoli di debito delle società a responsabilità limitata*, cit., p. 1203; A. BUSANI, *Titoli di debito di s.r.l.*, cit., p. 1325, specifica che bisognerà trasformare i titoli di debito in obbligazioni aventi il medesimo contenuto dei primi.

Di particolare interesse sulla questione è la massima n. 20 del Consiglio Notarile di Firenze che prevede che una s.p.a. che ha emesso obbligazioni possa trasformarsi o partecipare ad una fusione la cui risultante sia una s.r.l. o scindersi dando luogo ad una s.r.l. «*anche senza estinguere o novare il prestito obbligazionario, purché lo statuto della società trasformata preveda la possibilità di emettere titoli di debito e, alternativamente: a) le obbligazioni siano state emesse ai sensi dell'articolo 2412, 2° comma, c.c. (in misura eccedente i limiti di cui al 1° comma del medesimo articolo ma siano destinate alla sottoscrizione da parte di investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale a norma delle leggi speciali) ed i soci-obbligazionisti, ove presenti, abbiano prestato il loro consenso; b) un soggetto avente le caratteristiche dell'investitore professionale presti una garanzia fideiussoria in ordine alla solvenza della società trasformata, avente le caratteristiche di cui all'art. 2483 c.c.*».

⁽⁶¹⁾ Oltre ad A. BUSANI, *Titoli di debito di s.r.l.*, cit., p. 1325; e a M. STELLA RICHTER jr., *I*

Circa la fusione e la scissione, sarà possibile effettuare la relativa operazione considerando che i terzi creditori saranno tutelati dalle norme previste in loro favore, che consentono la facoltà di opposizione.

14. — *Rapporti tra la disciplina dell'art. 2483 codice civile e l'art. 32 del d.l. n. 83/2012.*

È spontaneo che l'interprete si ponga il problema dell'interazione tra la disciplina dettata dall'art. 2483 c.c. rispetto a quella prevista – limitatamente alla parte applicabile ai titoli di debito e relativa alla quotazione – dall'art. 32, d.l. 22 giugno 2012, n. 83 e dalle successive disposizioni integrative e modificative del medesimo; in proposito riterrei possibile pensare che l'art. 2483 c.c. contenga la normativa generale da applicare alla fattispecie, nei limiti in cui non risulti derogata dall'art. 32 del d.l. n. 83/2012 e dalla normativa successiva in materia che può considerarsi *lex specialis*.

In effetti, la conferma che l'art. 2483 c.c. configuri la previsione generale è riscontrabile nell'ultimo comma del medesimo che fa salva l'applicazione delle leggi speciali per «particolari categorie di società (...)»; con ciò può ritenersi che la norma abbia operato una salvezza anche nei confronti della disciplina prevista dall'art. 32, d.l. n. 83/2012 e dalle successive disposizioni.

Per questo, qualora l'emissione dei titoli di debito sia destinata ad essere quotata all'EXTRAMOT PRO, può opinarsi che sia applicabile alla stessa il primo comma dell'art. 2483 c.c., unitamente al terzo e al quarto della stessa norma.

Invece, come già detto, quando il titolo di debito venga quotato all'EXTRAMOT PRO, non risulterà applicabile la parte dell'art. 2483 c.c. nel punto in cui si prevede la garanzia della solvenza nella successiva circolazione del titolo di debito stesso.

titoli di debito delle società a responsabilità limitata, cit., pp. 1203-1204, si consulti in particolare G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, cit., p. 1817.

15. — *Rapporti tra titoli di debito e fallimento.*

Con riferimento alla normativa fallimentare i titoli di debito sono disciplinati dall'art. 58, l. fallimentare la quale prevede che i relativi crediti derivanti dall'emissione dei titoli siano ammessi al passivo al valore nominale, detratti i rimborsi già effettuati.

La normativa in esame, inoltre, stabilisce che, qualora esista un premio da estrarre a sorte, il valore del medesimo, attualizzato sia ripartito tra tutti i soggetti che avrebbero avuto il diritto di partecipare al sorteggio. In definitiva, si tratterà di creditori chirografari che vengono ammessi al passivo nei termini sopra esposti; va dato conto, in proposito, che l'art. 157 del codice della crisi d'impresa non innova il testo dell'art. 58, l. fallimentare ancora vigente.

Ovviamente, la collocazione di tale credito in sede fallimentare dovrà sempre tener conto della disciplina dell'art. 2467 c.c., qualora il titolo di debito abbia come legittimo titolare un socio della società fallita.

III. — TRATTAMENTO FISCALE DEI TITOLI DI DEBITO AI FINI DELLE IMPOSTE INDIRETTE

16. — *La legislazione speciale vigente e la ricostruzione sistematica.*

L'art. 20-*bis* del d.P.R. n. 601/1973, così modificato dall'art. 7-*quater* del d.l. n. 193/2016 come convertito, estende la disciplina prevista per l'applicazione dell'imposta sostitutiva di cui agli artt. 15 e seguenti del detto d.P.R. anche all'emissione di obbligazioni o di "titoli similari", da chiunque sottoscritte, in deroga all'applicazione delle ordinarie imposte di registro, di bollo e ipotecarie; in particolare tale regime è applicabile alle «*garanzie di qualunque tipo, da chiunque e in qualsiasi momento prestate in relazione alle operazioni di finanziamento strutturate come emissioni di obbligazioni o titoli similari alle obbligazioni di cui all'art. 44 (...) TUIR (...) da chiunque sottoscritte*»; nonché per «*eventuali surroghe, sostituzioni, postergazioni frazionamenti, cancellazioni anche parziali, ivi comprese le*

cessioni di credito stipulate in relazione alle stesse, nonché ai trasferimenti di garanzie anche conseguenti alla cessione delle predette obbligazioni»; ciò vale anche per la delibera modificativa e il conseguente contratto modificativo delle condizioni e delle modalità dell'emissione stessa.

Leggendo tale norma, il 2° comma della medesima prevede che l'opzione di cui all'art. 17, 1° comma (del d.P.R. n. 601), sia esercitata nella delibera di emissione o in «analogo provvedimento autorizzativo».

Fatto il punto sul dato normativo, a nostro avviso, si evidenzia una serie di interrogativi e più precisamente: *a)* cosa si intenda per «titoli similari alle obbligazioni di cui all'articolo 44, comma 2, lettera *c)*, TUIR», *b)* quale sia la logica della norma che non estende il trattamento agevolativo alla delibera di emissione in senso stretto e se sia possibile un'interpretazione estensiva della norma agevolativa in esame, *c)* quale sia il momento in cui deve essere effettuata l'opzione.

Passando ad esaminare il primo quesito si deve convenire che per titoli assimilati alle obbligazioni ai sensi del 44, 2° comma, lett. *c)*, TUIR si intendono dei titoli che hanno caratteristiche omogenee con quelle richieste per i titoli obbligazionari; in particolare dovrà trattarsi di una emissione di “titoli di massa”, che non devono attribuire ai possessori alcun diritto di partecipazione diretta o indiretta alla gestione dell'impresa emittente né di controllo sulla stessa⁽⁶²⁾; pertanto, risulta evidente come la natura e le clausole dell'emissione vadano poi ad influenzare l'applicazione della norma tributaria.

Quanto al secondo quesito appare davvero difficile limitare l'applicazione dell'art. 20-*bis* alla sola “prestazione di garanzie”⁽⁶³⁾ espressamente prevista dalla legge quando, poi, il testo normativo afferma che l'agevolazione è

⁽⁶²⁾ Le caratteristiche ora evidenziate erano previste anche nella Risoluzione 54/E del 3 marzo 2009 emanata dalla Direzione Centrale Normativa e Contenzioso dell'Agenzia delle Entrate, che in proposito parlava dei presupposti richiesti – in capo ai titoli obbligazionari – ai fini dell'applicazione del regime di tassazione già all'epoca vigente in base all'art. 26, 1° comma, d.P.R. n. 600/1973.

⁽⁶³⁾ L'interpretazione letterale ora riferita emerge chiaramente anche in un articolo pubblicato in *FISCO OGGI*, Rivista on-line dell'Agenzia delle Entrate, Analisi e commenti, *La tassazione dei finanziamenti: regime dell'imposta sostitutiva - 1*, pubblicata in data 27 ottobre 2016.

concessa anche a tutte le altre ipotesi di modificazione del rapporto, comprese «*le cessioni delle predette obbligazioni nonché alla modificazione o estinzione di tali operazioni*»; francamente la *ratio* che possa portare all'esclusione della delibera di emissione in senso stretto da tale beneficio appare ben difficilmente comprensibile e ipotizzabile.

Può ritenersi, perciò – pur considerando che la normativa agevolativa deve essere interpretata in maniera estremamente rigida e quanto più possibile aderente al testo letterale – che anche nel caso di specie possa effettuarsi un'estensione fino a ricomprendere nei benefici dell'art. 20-*bis* anche la “delibera di emissione” in senso stretto. In effetti, volgendo lo sguardo al passato, l'interprete sa bene che in talune circostanze la prassi dell'Agenzia delle Entrate ha dilatato alcune norme agevolative, come tali eccezionali, dandone un'interpretazione in favore del contribuente; si veda a questo fine l'interpretazione che l'amministrazione finanziaria ha effettuato circa le agevolazioni “prima casa” in materia di imposta di registro⁽⁶⁴⁾.

Che l'interpretazione più ampia e favorevole al contribuente sia quella da ritenere corretta e rispondente alla *ratio* della norma emerge anche dalla interpretazione che la Corte costituzionale ha dato nei confronti dell'art. 15, 1° comma, d.P.R. n. 601/1973, dichiarandolo costituzionalmente illegittimo nella parte in cui esclude l'applicabilità dell'agevolazione fiscale ivi prevista alle operazioni di finanziamento effettuate dagli intermediari finanziari diversi dalle banche⁽⁶⁵⁾; in tal modo viene evidenziata la necessità di andare

⁽⁶⁴⁾ In particolare sul punto può essere consultata la Circolare 38/E del 12 agosto 2005 che ha ampliato notevolmente in favore del contribuente il campo di applicazione della relativa normativa; vedi anche la recentissima Risoluzione n. 13 del 26 gennaio 2017 che ha previsto la «Permanenza dell'agevolazione “prima casa” in caso di vendita infraquinquennale e costruzione entro un anno su terreno già di proprietà di un immobile da adibire ad abitazione principale». Va ulteriormente considerato che anche la Cassazione ha interpretato la normativa agevolativa in materia di prima casa in senso ampio; si osservi ad esempio Cass., 14 ottobre 2012, n. 23064, la quale ha stabilito che ha diritto all'agevolazione “prima casa” chi, al momento dell'acquisto di un immobile, sia proprietario di un altro immobile (comprato come A/2 ma poi) utilizzato come studio professionale, per il motivo che la legge «stabilisce che il diritto ai “benefici prima casa” spetta al compratore che dichiari “di non possedere altro fabbricato o porzione di fabbricato idoneo ad abitazione”».

⁽⁶⁵⁾ Così Corte cost., 20 novembre 2017, n. 242, in *Foro it.*, 2018, I, c. 45.

oltre il disposto letterale di tale disciplina ove vi si riscontri identica finalità di legge.

Fa riflettere, infine, anche il 2° comma dell'art. 20-*bis* circa il momento in cui debba essere effettuata l'opzione; non si capisce, infatti, perché nell'art. 17 del medesimo d.P.R. l'opzione vada esercitata per iscritto all'atto del finanziamento, mentre in base al 2° comma dell'art. 20-*bis* debba essere esercitata nella delibera di emissione o «in analogo provvedimento autorizzativo».

Sembrerebbe quasi che il legislatore abbia confuso la delibera che riguarda una vicenda endosocietaria, con il contratto di finanziamento che riguarda l'attività svolta nei confronti dei terzi.

In tale contesto, in effetti, quale valenza avrebbe effettuare l'opzione quando il finanziamento ancora non si è perfezionato? Per questo nella prassi applicativa sarà buona norma che – nel corpo della delibera di emissione – intervengano anche gli investitori istituzionali per la sottoscrizione dei titoli di debito, in maniera tale che l'opzione risulti esercitata nella delibera, ma in una unità documentale con il contratto di sottoscrizione, come già in precedenza affermato.

L'aliquota impositiva dello 0,25% andrà applicata sull'intero ammontare del finanziamento.

Va dato atto, inoltre, che la prassi amministrativa rilevabile in taluni uffici dell'Agenzia delle Entrate tassa comunque la delibera di emissione con un'imposta di registro fissa di euro 200 oltre ad un'imposta di bollo forfettaria di euro 156, facendo applicazione letterale della norma ora commentata. Tale prassi, secondo le considerazioni svolte, non sarebbe condivisibile qualora si ritenga di estendere il trattamento fiscale agevolativo di cui all'art. 20-*bis* del d.P.R. n. 601/1973 anche alla delibera stessa in quanto tale.

A livello puramente teorico va, poi, considerata anche l'eventualità in cui non venga effettuata l'opzione nei termini sopra enunciati; in questo caso alla delibera di emissione, in base all'art. 10, d.P.R. n. 633/1972, andrà applicata giustamente l'imposta fissa di registro di euro 200, oltre al bollo forfettario di euro 156 o 225 secondo le casistiche già esposte precedentemente, tenendo conto della relativa normativa; qualora, inoltre, venga concessa una garanzia

personale o reale da parte di terzi, dovrà essere considerato l'art. 6 della tariffa, in parte prima, allegata al d.P.R. n. 131/1986, con prelievo fiscale nella misura dello 0,50% sull'ammontare della garanzia.

Quanto all'imposta ipotecaria, quest'ultima andrà applicata nella misura proporzionale del 2% sul montante ipotecario, a tenore del disposto dell'art. 1 della tariffa facente parte del d.lgs. n. 347/1990 sempre in mancanza dell'opzione.

Passando, poi, alla delibera modificativa dello statuto – volta a legittimare la successiva delibera di emissione di titoli di debito – questa giustamente sconterà l'ordinaria tassazione di registro, oltre all'imposta di bollo determinata in maniera forfettaria⁽⁶⁶⁾.

⁽⁶⁶⁾ Una disciplina fiscale particolare è prevista all'art. 77, d.l.t. n. 117/2017 con riferimento ai titoli di debito volti a favorire il finanziamento e il sostegno delle attività relative ad enti del terzo settore; come si è già detto, tale disciplina è però estranea al presente scritto.