

## Emissione di titoli di debito da parte di SRL

di [Antonino & Attilio Romano](#)

Publicato il 22 Agosto 2007

L'art. 2483 c.c. prevede la possibilità per le s.r.l. di ricorrere all'emissione di strumenti finanziari di debito; l'apertura al mercato è, però, temperata dalle esigenze di tutela dei terzi, per cui i titoli di debito possono essere destinati ai soli investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale. La seconda parte della circolare ASSONIME n. 40 dello scorso 17 luglio, ripercorre il nuovo dettato civilistico analizzando la normativa di riferimento.

### L'emissione di titoli di debito

La riforma del codice civile, come noto, incentiva forme di finanziamento per le piccole e medie imprese, preservando il carattere di società "chiusa" e personale del modello sociale della s.r.l. In quest'ottica vanno lette le disposizioni dell'art. 2483 codice civile. **L'art. 2483 consente alla s.r.l. l'emissione di titoli di debito, vietata invece dalla previgente disciplina (art. 2486, comma 3, c.c.)<sup>34</sup>.** Il divieto rappresentava il riflesso della volontà del legislatore di precludere alle s.r.l. la possibilità di ricorrere al mercato dei capitali. La s.r.l. veniva dunque considerata incompatibile con la raccolta di risorse finanziarie presso il pubblico dei risparmiatori,

in quanto le caratteristiche della s.r.l. l'esiguità del capitale minimo, minor rigore delle forme di pubblicità e di controllo degli atti gestionali, la possibilità di una più accentuata personalizzazione della sua struttura non sembravano offrire, secondo il legislatore del '42, piene garanzie di solvibilità. La legge consentiva alle sole s.p.a. e s.a.p.a. di emettere obbligazioni, sul presupposto che la struttura di dette società fosse, per solidità organizzativa e patrimoniale, maggiormente idonea a fornire le garanzie che questa operazione necessitava. La struttura privata della s.r.l. implica, però, la necessità che gli operatori finanziari deputati a comprendere e valutare il rischio dell'investimento siano i soli capaci di offrire idonee garanzie di solidità patrimoniale al mercato e, in particolare, ai terzi acquirenti dei titoli di debito che non siano, a loro volta, investitori o soci della società. La raccolta di capitale di debito è infatti riservata ad operatori professionali, soggetti a vigilanza prudenziale. Il legislatore non prevede l'entità e il



limite temporale della garanzia prestata dagli investitori professionali. Ciò nonostante, si deve ritenere – a parere di ASSONIME – che siffatta garanzia di solvenza operi nei confronti di tutti i soggetti che non ottengano dalla società il rimborso dei titoli di debito. La disposizione dell'art. 2483 è dunque coerente con la previsione dell'art. 2468 che ribadisce la vocazione chiusa della s.r.l. affermando che

*«le partecipazioni dei soci non possono essere rappresentate da azioni, né possono essere oggetto di sollecitazione all'investimento»*

e consentendo la personalizzazione del rapporto sociale, con la facoltà riconosciuta ai soci di decidere l'attribuzione a uno o più di essi di particolari diritti, a prescindere dal conferimento effettuato.

### **La categoria dei titoli di debito**

L'art. 2483 del codice civile fa riferimento ai "titoli di debito", ma nulla è detto quanto al contenuto concreto di questi titoli. Nell'ambito dell'ordinamento, un riferimento esplicito alla categoria dei titoli di debito lo si rinviene solamente all'art. 1 del D.lgs. 58/98, ove si precisa che i titoli di debito, le obbligazioni e i titoli di Stato costituiscono una species del genere degli strumenti finanziari. Pertanto, la ricerca di un contenuto di tali titoli deve prendere le mosse da alcune considerazioni di fondo. Innanzitutto, l'espressione «titolo di debito» significa che il titolo deve essere rappresentativo di un debito, contratto dall'emittente nei confronti del sottoscrittore, che comporta un obbligo di restituzione della prestazione all'investitore; ciò implica che il rapporto sottostante deve essere un contratto di mutuo o a causa mista. Tale rapporto non può esaurirsi nella sola categoria delle obbligazioni, così come disciplinate dal legislatore agli artt. 2410 e seguenti. Tuttavia, nonostante la differenza di disciplina e di modello legale tra s.p.a. e s.r.l., appare inevitabile, secondo l'osservazione dell'autorevole organo interpretativo, fare riferimento alla categoria delle obbligazioni nel delineare un contenuto positivo dei titoli di debito. L'identificazione del contenuto dei titoli di debito non potrà prescindere, poi, dalla premessa del carattere privato della s.r.l. e della rilevanza centrale della persona del socio all'interno della compagine sociale, richiamata dalla stessa relazione governativa. In questo ASSONIME si chiede se il divieto posto dall'art. 2468 c.c. – secondo cui le partecipazioni dei soci non possono essere costituite da azioni, né possono essere oggetto di sollecitazione all'investimento – riguardi solo le quote di partecipazione sociale, o anche gli strumenti finanziari e certe tipologie obbligazionarie. A rendere più difficile individuare concretamente il possibile contenuto dei titoli di debito concorre il fenomeno, attuato dapprima nella prassi e ora formalizzato dal legislatore, della previsione di strumenti ibridi di capitalizzazione. La riforma del diritto societario ha segnato il tramonto del precedente modello codicistico relativo alla struttura finanziaria delle società di capitali, costruito sul dualismo tra partecipazione azionaria e obbligazione. Ulteriore elemento di complicazione discende dalla scelta di offrire la più ampia libertà ai redattori dello statuto in ordine a fattispecie nuove, che la legge si limita solo

ad abbozzare. Alla luce delle considerazioni appena svolte, a redattore della circolare n. 40 del luglio scorso, appare ragionevole sostenere che i titoli di debito ben possono avere un contenuto analogo alle obbligazioni di s.p.a., disciplinate dai primi due commi dell'art. 2411 codice civile. Invero, alcuni dubbi sono stati sollevati in dottrina con riferimento alle obbligazioni subordinate e partecipanti, là dove è previsto un diritto di rimborso della somma in favore dell'obbligazionista, subordinato all'andamento della gestione societaria. La subordinazione o la partecipazione degli obbligazionisti al rischio dell'impresa non implica, però, l'attribuzione di specifici diritti amministrativi, non rilevando alcuna forma di partecipazione endosocietaria. Ancora è discusso **se le obbligazioni convertibili in partecipazioni sociali possano costituire un modello per i titoli di debito. In dottrina sono state prospettate due tesi diverse.** Da una parte, si confuta l'ammissibilità dell'emissione di titoli di debito che incorporino la facoltà di conversione in una quota della partecipazione sociale, in quanto ciò costituirebbe elusione del divieto di incorporazione della quota di cui all'art. 2468 c.c. Infatti, l'incorporazione della quota in un titolo consentirebbe la circolazione dello stesso nel mercato e la possibilità dell'ingresso di nuovi soggetti all'interno della struttura societaria, senza che i soci possano svolgere un'attività di controllo. Altra dottrina ritiene, invece, ammissibile l'emissione di titoli di debito convertibili in quote partecipative, in quanto ciò non costituirebbe un'ipotesi di sollecitazione all'investimento: il collocamento dovrebbe avvenire senza un'offerta al pubblico e il regolamento di emissione dovrebbe precludere ai sottoscrittori-investitori professionali di trasferire i titoli mediante sollecitazione all'investimento. Più complessa è la questione dei titoli ibridi di capitalizzazione, ovvero degli strumenti finanziari partecipativi, introdotti dal legislatore con la riforma del 2003. La complessità discende dalla molteplicità delle sedi in cui il legislatore analizza e disciplina gli strumenti finanziari nell'ambito del codice civile, cosicché è oggettivamente difficile declinare una categoria unitaria degli stessi: insieme agli strumenti finanziari partecipanti all'affare (2447-ter c.c.), vi sono gli strumenti partecipativi (art. 2346 c.c.) e gli strumenti quasi obbligazionari (2411 c.c.). La categoria dei titoli di debito, previsti per la s.r.l., non sembra coincidere con gli strumenti finanziari partecipativi della s.p.a., i quali attribuiscono non solo un diritto alla restituzione del capitale, ma anche una posizione di carattere sociale. Più complessa è la questione relativa agli strumenti finanziari quasi obbligazionari. In primo luogo, vi è l'obiettivo difficoltà per l'interprete di distinguere questa figura dalla fattispecie obbligazionaria, così come delineata nella prassi. In realtà, gli strumenti finanziari quasi obbligazionari si caratterizzano per accordare il diritto alla restituzione del capitale, anche se questo è parametrato alle sorti economiche della società. L'incertezza sul diritto al rimborso non risiede sull'an, bensì sul quantum e sul quando. Alla luce di queste considerazioni, è stato ritenuto che gli strumenti finanziari quasi obbligazionari, non assumendo un valore organizzativo endosocietario, non attribuiscono poteri amministrativi in grado di influenzare la gestione societaria e, in quanto tali, possano costituire un modello per i titoli di debito della s.r.l.

## **Analisi della disciplina sull'emissione dei titoli di debito**

**L'art. 2483 c.c. consente, pertanto, attraverso apposita previsione statutaria, l'emissione di titoli di debito 41 anche alle s.r.l.** La sottoscrizione di tali titoli è riservata a investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale, i quali sono tenuti a garantire il credito nei confronti di tutti i soggetti che non ottengano dalla società il rimborso dei titoli di debito, salva l'ipotesi di successiva circolazione dei titoli in capo ai soci o altri investitori istituzionali. L'art. 2483 non indica quale organo sia competente a deliberare l'emissione dei titoli di debito, a differenza di quanto previsto dall'art 2410 c.c. in tema di emissione di titoli obbligazionari nelle s.p.a. Spetta, pertanto, all'atto costitutivo stabilire se tale potere compete all'organo amministrativo o ai soci, nonché la maggioranza richiesta, ai fini della validità della delibera. In assenza di specifica disposizione, si dovrebbe applicare in via suppletiva l'art. 2479 codice civile del quale la competenza può essere riconosciuta all'organo amministrativo, secondo le modalità e le maggioranze previste per le altre scelte di carattere gestionale. L'art. 2483 c.c. rimette poi all'atto costitutivo la facoltà di inserire dei limiti all'emissione dei titoli di debito. Se si volge lo sguardo alla disciplina delle obbligazioni, in particolare all'art. 2412, comma 2 codice civile si rileva un'analogia tra la suddetta disciplina e l'emissione dei titoli di debito nelle s.r.l. Infatti, tale norma consente alle s.p.a. di emettere obbligazioni per una somma eccedente il doppio del capitale sociale e delle riserve legali e disponibili, a patto che le stesse siano acquisite da investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale e che gli stessi rispondano della solvenza della società. Di conseguenza l'assenza di un limite quantitativo all'emissione di titoli di debito trova spiegazione nel ruolo di garanzia svolto dagli intermediari soggetti a vigilanza prudenziale, in ipotesi di insolvenza della società emittente, cosicché il legislatore non ha ritenuto opportuno prevedere anche un limite alla libertà della società di emettere titoli di debito. L'art. 2483 c.c. non prevede la costituzione di un'organizzazione di categoria per i sottoscrittori dei titoli di debito, diversamente da quanto previsto dalla disciplina in materia di obbligazioni di s.p.a. Al contrario, il comma 3 dell'articolo prevede che, previo il consenso della maggioranza dei sottoscrittori dei titoli di debito, le condizioni del prestito e le modalità di rimborso possano essere modificate dalla società. Ciò non esclude che nell'atto costitutivo si possa prevedere la creazione di un'organizzazione dei titolari di titoli di debito, sulla falsariga di quanto previsto nell'ambito delle s.p.a. La previsione di un'organizzazione dei sottoscrittori dei titoli di debito non appare necessaria nella s.r.l. in quanto il numero dei sottoscrittori può essere relativamente modesto, essendo l'emissione dei titoli di debito rivolta ai soli investitori istituzionali, i quali restano i soli responsabili dell'inadempimento della società. In caso di successiva circolazione dei titoli di debito presso cessionari non qualificati, la responsabilità per la solvenza è sempre in capo all'investitore istituzionale. La garanzia di solvenza opera nei confronti di tutti i successivi acquirenti, salvo che il trasferimento avvenga a favore di investitori professionali o dei soci della società emittente. In questa seconda ipotesi si dovrà verificare se, in concreto, la cessione ai soci dei titoli di debito possa costituire elusione dell'art. 2467 c.c. . Nel caso di specie occorre analizzare

–a parere di ASSONIME – il rapporto tra capitale di debito e capitale di credito al momento dell'emissione dei titoli di debito con un vincolo soggettivo alla circolazione. Il rischio consiste nel manifestarsi in via indiretta di un fenomeno di sottocapitalizzazione nominale, senza che possa trovare applicazione la duplice regola della postergazione e del rimborso del finanziamento. Da un punto di vista economico, la garanzia di solvenza del prestito comporta un aumento dei costi del servizio, posto che gli intermediari dovranno adottare misure di prevenzione più costose e forse risarcire danni più ampi di quelli cui sarebbero tenuti per il solo inadempimento di obblighi informativi dell'intermediario. Al fine di ridurre tali costi, appare peraltro sempre possibile limitare il trasferimento dei titoli di debito ai soli investitori professionali e ai soci della società emittente, attraverso la previsione nello statuto di una clausola che preveda limiti alla circolazione dei titoli di debito ai sensi dell'art. 2483 c.c. Il costo complessivo dell'operazioni di emissione dovrebbe però essere mitigato dalla riconduzione nell'ambito della raccolta privata del risparmio dell'emissione di titoli di debito. Il ruolo degli investitori istituzionali implica, infatti, l'inutilità di misure di protezione per l'investitore, quale il prospetto informativo. Un investitore istituzionale dovrebbe essere meglio in grado di valutare il rischio dell'investimento e la solvibilità dell'impresa. Le ipotesi di offerta indiretta, ovvero i casi in cui l'intermediario acquisti titoli da un'emittente con l'intento di ridistribuirli tra il pubblico non sembrano porre particolari problemi sotto il profilo della tutela dei soggetti coinvolti. In sostanza:

- la sollecitazione all'investimento è privata se l'investimento in valori mobiliari non è funzionale a un collocamento dei valori medesimi tra il pubblico dei risparmiatori;
- se detti valori sono sottoscritti o acquisiti con l'intenzione di procedere, subito dopo o una volta decorso un periodo di tempo, alla distribuzione tra i risparmiatori, anche l'originaria sollecitazione dovrà essere qualificata come pubblica.

La responsabilità solidale che grava sull'intermediario professionale dovrebbe scoraggiare possibili comportamenti opportunistici nell'ipotesi di successivo collocamento dei titoli presso investitori retail, in assenza di un prospetto informativo e di una chiara descrizione della natura dell'investimento e del rischio sotteso, rendendo inutile ricorrere alla figura dell'offerta indiretta, a cui ha fatto richiamo invece parte della giurisprudenza di merito nelle controversie sorte dopo il crac Cirio e Parmalat. In tal senso il nuovo art. 100-bis TUF, così come modificato dal legislatore, prevede che, se entro 12 mesi dal collocamento riservato a investitori professionali, gli strumenti finanziari vengano sistematicamente rivenduti al pubblico, sempre che siano superati anche i limiti quantitativi di esenzione previsti dall'articolo 100 TUF, si presume l'esistenza di una sollecitazione.

**Leggi l'aggiornamento:** [L'emissione e la circolazione dei titoli di debito nelle SRL](#)

Attilio Romano 22 Agosto 2007