



Consiglio Nazionale
dei Dottori Commercialisti
e degli Esperti Contabili

**Fondazione
Nazionale dei
Commercialisti**

Documento

Il finanziamento delle società a responsabilità limitata: i titoli di debito

CNCF

OTTOBRE 2019



Presentazione

Il documento passa in rassegna l'evoluzione normativa degli ultimi anni relativamente alla tematica delle fonti di finanziamento delle società a responsabilità, con particolare attenzione ai titoli di debito disciplinati nell'art. 2483 c.c.

Esso si compone idealmente di tre parti: l'una dedicata all'inquadramento giuridico della fattispecie, l'altra inerente alla fiscalità dei titoli di debito, l'altra ancora relativa ai profili di finanza aziendale.

Si tratta, pertanto, di utili indicazioni per i professionisti che intendano occuparsi di consulenza alle imprese e, nello specifico, di consulenza finanziaria relativa sia all'accesso al credito bancario che all'utilizzo di strumenti alternativi di finanziamento.

In tali settori potrebbe risultare opportuno specializzare le proprie conoscenze in modo da coadiuvare le PMI con indipendenza e competenza in un mercato che risulta sempre più influenzato dalla variabile finanziaria e interessato da normative in continua trasformazione.

Il documento è stato elaborato a cura della Commissione Area Societaria dell'Odcec di Perugia e validato dal Gruppo di Lavoro Titoli di debito Srl/PMI – area Diritto Societario del Cndcec, in collaborazione con la Fondazione Nazionale dei Dottori commercialisti e degli Esperti contabili.

**CNDCEC - AREA DIRITTO SOCIETARIO
GRUPPO DI LAVORO TITOLI DI DEBITO
SRL/PMI**

CONSIGLIERI DELEGATI

Massimo Scotton
Lorenzo Sirch

COORDINATORE

Susanna Bugiardi

COMPONENTI

Nicola Ianiro
Gabriela Savigni
Roberto Tiezzi

RICERCATORI FNC

Cristina Bauco
Roberto De Luca
Pasquale Saggese

**ODCEC DI PERUGIA
COMMISSIONE AREA SOCIETARIA**

CONSIGLIERE REFERENTE

Gioia Bartolini

PRESIDENTE COMMISSIONE

Susanna Bugiardi

COMPONENTI

Fabrizio Angelucci
Giampaolo Betti
Marco Bifulchi
Federica Biscaroni
Tommaso Buonincontri
Maria Cristina Cappelloni
Emanuela Della Rina
Micaela Fiorucci
Massimiliano Martini
Antonio Monacelli
Valentina Pettirossi
Alberto Rocchi

COMPONENTI ESTERNI

Giuseppe Tinelli
Vincenzo Lemmi

SOMMARIO

1. INTRODUZIONE	4
2. FONTI DI FINANZIAMENTO DELLE SOCIETÀ A RESPONSABILITÀ LIMITATA E MERCATO DEL DEBITO IN ITALIA	5
2.1. I vantaggi del ricorso a strumenti alternativi di finanziamento.....	7
3. I TITOLI DEBITO PER LE S.R.L.: DALLA RIFORMA DEL DIRITTO SOCIETARIO ALLE RECENTI MODIFICHE NORMATIVE	8
4. NOZIONE DI TITOLI DI DEBITO	12
5. DIFFERENZA TRA OBBLIGAZIONI E TITOLI DI DEBITO	15
6. PREVISIONE STATUTARIA	18
7. DECISIONE DI EMISSIONE	21
8. NATURA GIURIDICA DELLA PROCEDURA DI EMISSIONE - FORMA E PUBBLICITÀ DELLE DELIBERE	21
9. SOGGETTI DESTINATARI E RESPONSABILITÀ DEI SOTTOSCRITTORI	23
10. CARATTERISTICHE, COVENANT E GARANZIE A FAVORE DEGLI INVESTITORI	27
11. FISCALITÀ DEI TITOLI DI DEBITO	30
11.1. Regime fiscale previgente la riforma	31
11.2. D.L. 83/2012 “Decreto sviluppo” e D.L. 179/2012 “Decreto Sviluppo bis”	32
11.3. D.L. 145/2013 “Decreto Destinazione Italia”, “Decreto Competitività” (D.L. 91/2014) e D.Lgs. 147/2015 “Decreto Internazionalizzazione”	34
12. TITOLI DI DEBITO E FALLIMENTO	38
13. LA COLLOCAZIONE DEI TITOLI DI DEBITO	39
14. CONCLUSIONI E PROPOSTE	42



1. Introduzione

Nell'intento di prevedere anche per le società a responsabilità limitata strumenti alternativi di ricorso al credito, il legislatore - con la riforma organica del diritto societario del 2003 - ha disposto la possibilità di ricorrere ai titoli di debito attraverso la riscrittura dell'art. 2483 c.c.

Nel regime anteriore al D.Lgs. 17 gennaio 2003 n. 6, il previgente art. 2486, comma 3 c.c. prevedeva che alla "(...) società a responsabilità limitata non è consentita l'emissione di obbligazioni", sicché gli unici strumenti finanziari di accesso alternativo al credito a disposizione delle s.r.l. erano il *finanziamento da parte dei soci* ovvero l'emissione di *cambiali finanziarie* o *certificati d'investimento* (solo per quelle munite dei requisiti previsti dalla Delibera CICR del 3 marzo 1994).

Il sistema previsto dal codice civile presupponeva, infatti, che i mezzi di finanziamento delle s.r.l. fossero forniti innanzitutto dai soci interessati all'esercizio dell'impresa e, in subordine, dai finanziatori esterni, in particolare tramite l'erogazione di finanziamenti a breve e medio termine. Questa impostazione era strettamente collegata alle caratteristiche intrinseche del tipo sociale, che si presumeva (e si presume) essere a ristretta base societaria. La concezione della s.r.l. pre-riforma era, infatti, quella di una realtà "chiusa", per lo più non accessibile ad investitori di mercato, sia per le dimensioni di capitalizzazione che per la struttura di controllo interna, meno sicura per l'eventuale emissione di strumenti finanziari "alternativi".

La nuova disciplina codicistica da un lato ha creato anche per le s.r.l. uno strumento alternativo ai canali tradizionali di finanziamento; dall'altro, però, ha limitato la platea dei sottoscrittori dei titoli di debito vincolandola alla categoria degli "investitori professionali"¹ (banche, SIM, SGR, SICAV, compagnie di assicurazione, società finanziarie, fondazioni bancarie e fondi pensione).

Appare chiaro l'intendimento del legislatore che, nel riservare la sottoscrivibilità dei titoli soltanto ad alcune categorie di soggetti qualificati, le ha ritenute idonee a valutare i requisiti della società emittente e l'appetibilità del prestito, offrendo una migliore garanzia (in ordine ai requisiti dell'emittente e alle caratteristiche del prestito) ai successivi sottoscrittori (giratori della filiera) con minore capacità di valutazione.

Questi vincoli, tuttavia, pur dettati dalla necessità di tutelare i terzi, hanno in qualche modo limitato lo sviluppo di uno strumento che non ha avuto l'atteso riscontro pratico rispetto al reale potenziale di diffusione.

Tanto premesso, ai fini del presente lavoro interessa esaminare la disciplina che il legislatore ha riservato allo strumento dei *titoli di debito*, sia al fine di offrire una guida operativa per la migliore comprensione dell'opportunità offerta dalla riforma del 2003 - attraverso la regolamentazione di questi titoli - e dei successivi interventi normativi, sia al fine di metterne in evidenza eventuali profili di vantaggio per una sorta di "riabilitazione" dello strumento, ovvero eventuali profili di criticità.

La riflessione assume particolare importanza in un contesto di *credit crunch* bancario, come quello configuratosi dopo la crisi economica e finanziaria del 2007, nell'ambito del quale le imprese sono sempre più alla ricerca di fonti di finanziamento alternative al credito bancario.

¹ Richiamati dall'art. 1, comma 1, lett. m-*undecies*) comma dall'art. 6, commi 2-*quinquies* e 2-*sexies* del D.Lgs. 58/1998 ("Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria", di seguito, anche TUF).

2. Fonti di finanziamento delle società a responsabilità limitata e mercato del debito in Italia

La novità normativa introdotta dal legislatore della riforma con la modifica dell'art. 2483 c.c. è finalizzata a svincolare le s.r.l. dal forte "bancocentrismo" che caratterizzava il mercato del debito.

Il finanziamento delle s.r.l., anche successivamente alla riforma del 2003, per lungo tempo è provenuto quasi esclusivamente da due fonti, vale a dire i finanziamenti dei soci e il sistema bancario: attualmente, pur essendo diminuita di oltre 7 punti percentuali dalla fine del 2011, l'incidenza dei finanziamenti bancari sul totale dei debiti finanziari sfiora comunque il 60%, valore più elevato tra i principali paesi dell'area Euro e ancora superiore di oltre 25 e 30 punti a quelli di Stati Uniti e Regno Unito. La quota delle obbligazioni, pur salita al 13% (un valore in linea con la media dell'area dell'Euro), è ancora inferiore di circa 10 punti rispetto a quella del Regno Unito e di oltre 25 a quella degli Stati Uniti².

Con l'avvento della crisi finanziaria e con la contrazione della produzione interna lorda, si è assistito a un inevitabile aumento dei crediti cosiddetti problematici, che unitamente all'irrigidimento delle condizioni di accesso al credito imposto dai vincoli dettati dalle autorità europee, ha certamente causato minori erogazioni da parte del sistema bancario. Questo ha portato ad un accesso al credito estremamente difficoltoso ed oneroso, stante la stretta creditizia ed i crescenti vincoli posti al sistema bancario per la concessione del credito.

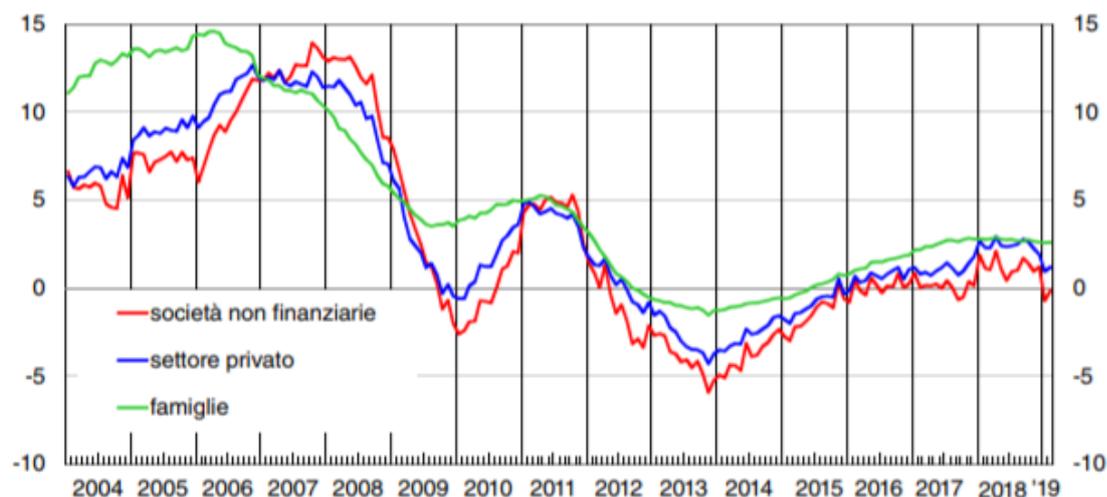
Dal periodo successivo all'inizio della crisi del 2008, infatti, si è assistito a una diminuzione dello stock di credito erogato dalle banche italiane (da 884 miliardi di euro nel 2009 agli attuali 753 miliardi) dovuto in parte all'introduzione di requisiti regolamentari più stringenti imposti da Basilea III e al peso dei crediti deteriorati, atteso che lo stock totale di NPL ha raggiunto nel 2015 il picco di 341 miliardi di euro (16,5% del totale), per poi iniziare gradualmente a ridursi.

L'effetto congiunto del nuovo *framework* normativo definito da Basilea III e dei requisiti stabiliti dalle autorità di vigilanza europea ha indotto le banche italiane a realizzare importanti operazioni di rafforzamento patrimoniale, che tra il 2014 e fine 2018 hanno visto i principali istituti di credito realizzare aumenti di capitale per quasi 31 miliardi di euro. Tale impegno, certamente positivo in termini sistemici complessivi e in un'ottica di lungo periodo, nel breve termine ha in molti casi contribuito ad aggravare il quadro di incertezza e di instabilità dal punto di vista dell'erogazione del credito che la crisi aveva generato³.

² Intervento del Governatore della Banca d'Italia Ignazio Visco, *La finanza d'impresa in Italia: recente evoluzione e prospettive* - Sesta conferenza su *The Italian Corporate Bond Market: What's Happening to the Capital Structure of Italian Non-Financial Companies?*, 13 febbraio 2019.

³ Sul punto, si veda anche Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili, *Fondazione Nazionale Commercialisti, Rating Advisory e Pianificazione Finanziaria alla luce dell'evoluzione del quadro regolamentare: il nuovo rapporto banca-impresa e il ruolo del Commercialista*, 8 maggio 2019.

Figura 1 - Prestiti bancari al settore privato (dati mensili; variazioni percentuali sui 12 mesi)



Fonte: Banca d'Italia, "L'economia Italiana in breve", aprile 2019.

In questo quadro economico finanziario, nell'ambito del quale si osserva in particolare che il fenomeno del *credit crunch* è da ricondursi non tanto alla carenza di liquidità del sistema, quanto alla corposa regolamentazione imposta, il legislatore nazionale è intervenuto con vari provvedimenti allo scopo di:

- svincolare le società non quotate (comprese le PMI) dalla dipendenza dal credito bancario (e dalle conseguenze derivanti dalla contrazione del relativo debito);
- consentire anche alle imprese non quotate di accedere al mercato mobiliare per reperire finanza.

In altri termini, la carenza di liquidità verso le imprese è sostanzialmente da attribuire ai molti vincoli ai quali soggiacciono le banche nell'attribuire finanziamenti agli operatori.

Dal lato della regolamentazione, ad esempio, si rileva in prima approssimazione che:

- il patrimonio netto deve avere determinati requisiti in base alla tipologia di impieghi;
- esistono obblighi di accantonamento (che impattano sul conto economico) per i quali si segnalano le seguenti peculiarità:
 - soltanto le garanzie reali (pegno e ipoteca) fanno assorbire meno patrimonio (minori accantonamenti); l'esistenza di garanzie reali, determinando minori accantonamenti, aumentano la possibilità di maggiori impieghi e, quindi, di diversificazione del portafoglio impieghi;
 - le garanzie statali consentono all'istituto di credito di non effettuare accantonamenti;
 - tutte le garanzie chirografarie e tutti gli altri *covenants* non incidono sulla entità di accantonamento necessaria, ma costituiscono soltanto una migliore tutela per l'eventuale necessità di recupero dei crediti.

Inoltre, dal 1° gennaio 2018 è stato introdotto il principio IFSR9 che impone di non limitarsi più alla distinzione tra "crediti buoni" e NPL (*non performing loans*), ma di prevedere – senza attendere il manifestarsi dell'evento critico – anche degli accantonamenti per i crediti con un forte incremento di

tasso di rischio rispetto alla condizione iniziale considerando, altresì, la “vita residua dell’impiego” nella formula della perdita attesa creando, per esempio, un forte vincolo all’istituto della ristrutturazione del debito (allungamento della sua durata) che in un momento di così grave crisi delle imprese ha costituito un ottimo strumento di “aiuto” per le stesse.

Quanto al mercato delle obbligazioni, invece, si rileva che, mentre durante il periodo pre-crisi le emissioni in Italia erano pari a circa 15 miliardi in media all’anno, dal 2009 al 2013 i collocamenti annui sono circa raddoppiati. Il trend ha consentito di raggiungere il picco di emissioni lorde pari a oltre 36 miliardi nel 2017, per poi ritornare ai valori precedenti nel 2018. Nell’ambito delle passività finanziarie di terzi i titoli obbligazionari hanno raggiunto nel terzo trimestre 2018 una frazione pari al 13,5% nell’universo delle imprese non finanziarie italiane⁴.

Tuttavia, essi hanno riguardato prevalentemente i primi 250 gruppi industriali italiani e, quindi, solo marginalmente le piccole e medie imprese. Relativamente all’aumento delle emissioni obbligazionarie, secondo il 5° Report italiano sui mini-bond⁵ (aggiornato al febbraio 2019), in base ai dati di bilancio raccolti⁶, nel 2017 ben 57.000 PMI italiane (circa il 40,8% del totale) hanno finanziato le proprie attività senza fare ricorso al capitale bancario, mentre nel 2009, tale dato era pari a “solo” il 29%, a testimonianza di una minore quota di PMI che operava autofinanziandosi in maniera completamente autonoma rispetto al sistema creditizio tradizionale.

Ciò significa che, se da un lato la stretta creditizia ha causato una riduzione dell’esposizione delle banche verso le piccole e medie imprese, dall’altro lato queste ultime hanno iniziato a trovare canali di finanziamento alternativi.

Focalizzando l’attenzione solo sulle PMI (la cui forma giuridica predominante tra le società di capitali è proprio quella della s.r.l.), giova sottolineare come, negli ultimi cinque anni, esse abbiano raccolto con titoli mobiliari di debito più di € 4,6 miliardi, un valore che inizia a diventare certamente significativo anche in relazione allo stock complessivo delle passività finanziarie in essere.

In relazione allo specifico mercato dei mini-bond, a fine 2018, ben 498 imprese italiane avevano collocato mini-bond, tra cui 260 erano PMI, facendo registrare una forte crescita per le s.r.l., il cui valore è più che raddoppiato rispetto all’anno precedente (45 contro 21).

Dal 2012 ad oggi, sono state effettuate 746 emissioni di mini-bond (di cui ben 636 erano di importo inferiore ai 50 milioni di euro), per un valore nominale totale di 25,2 miliardi di euro. Nell’ultimo anno, si sono contate 198 emissioni di mini-bond (in crescita sul 2017) per un controvalore di 4,3 miliardi di euro (in calo sull’anno precedente)⁷.

2.1. I vantaggi del ricorso a strumenti alternativi di finanziamento

Come fin qui sottolineato, uno dei primi benefici dell’utilizzo di strumenti alternativi di finanziamento è rappresentato dalla diversificazione delle fonti finanziarie, che consente di ridurre la dipendenza dal

⁴ Fonte: Banca d’Italia, “Conti finanziari”, 1° trimestre 2019.

⁵ Cfr. Politecnico di Milano, Osservatorio Mini-Bond, “5° Report italiano sui Mini-Bond”, Febbraio 2019.

⁶ Fonte: Rapporto Cerved PMI 2018.

⁷ Fonte: Borsa Italiana, <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/minibond-271.htm>.

sistema bancario tradizionale, aumentando anche il proprio potere contrattuale nei confronti degli istituti creditizi, ottenendo un più agevole accesso a un più vantaggioso costo del credito.

In base ad alcune ricerche, inoltre, si registrano benefici anche dal punto di vista delle performance economiche e operative, in termini ad esempio in termini sia di produttività che di profittabilità: per la prima si stima un incremento del 2,6%, attraverso una maggiore propensione all'investimento indotta dall'utilizzo di strumenti alternativi di finanziamenti destinati alla collocazione sul mercato; per la seconda emerge un incremento della redditività netta (misurata attraverso il ROE) dello 0,4%⁸.

In aggiunta, l'emissione e la collocazione sul mercato (*infra*) di titoli di debito rappresenta in molti casi l'occasione per molte PMI di avvicinarsi gradualmente al mercato degli investitori professionali, acquisendo competenze in ambito finanziario spesso radicate nelle piccole aziende e 'preparandosi' a operazioni più complesse e più impegnative per gli assetti proprietari come il ricorso a operatori di private equity e la quotazione in Borsa.

3. I titoli debito per le s.r.l.: dalla riforma del diritto societario alle recenti modifiche normative

Nel delineato scenario economico-creditizio si colloca la previsione di cui all'art. 2483 c.c.: la riforma del diritto societario, con una inversione di rotta rispetto al passato, ha introdotto nel nostro ordinamento la possibilità per le s.r.l. di emettere titoli di debito.

La novella ha attuato le direttive contenute nella Legge delega 366/2001, art. 3, comma 2, lett. g, in cui si chiedeva di *"disciplinare condizioni e limiti per l'emissione e il collocamento di titoli di debito presso operatori qualificati, prevedendo il divieto di appello diretto al pubblico risparmio, restando esclusa in ogni caso la sollecitazione all'investimento in quote di capitale"*.

La Relazione Ministeriale al D.Lgs. 6/2003, al paragrafo 11, evidenziava sul punto che: *"Importante è la disciplina, dettata in attuazione della lettera g), secondo comma, art. 3 della legge di delega, in merito alla emissione di titoli di debito da parte di società a responsabilità limitata. In proposito si è ricercato un equilibrio tra l'esigenza di rendere praticabile ed utile per le società a responsabilità limitata l'accesso a queste forme di finanziamento e quella di assicurare la necessaria salvaguardia degli interessi dei risparmiatori"*.

Inoltre, allo scopo di favorire la raccolta di risorse finanziarie attraverso l'emissione di titoli di debito, il Legislatore ha stabilito che il divieto di raccolta di risparmio presso il pubblico⁹, in base all'art. 11, comma 4 del D.Lgs. 385/1993, "non si applica alle società, per la raccolta effettuata ai sensi del codice civile mediante obbligazioni, titoli di debito od altri strumenti finanziari". Inoltre, poiché, come meglio specificato nel prosieguo, si tratta di strumenti destinati alla sottoscrizione di "investitori professionali", la loro emissione rientra tra le fattispecie non soggette all'obbligo di offerta al pubblico, in base al disposto dell'art. 100, comma 1, D.Lgs. 58/1998 (di seguito TUF).

⁸ Fonte: Borsa Italiana, <https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/ufficio-stampa/comunicati-stampa/2019/extramotpro3.htm>.

⁹ Attività vietata ai "soggetti diversi dalle banche", in base all'art. 11, comma 2, del D.Lgs. 385/1993 ("Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia", di seguito anche TUB).

L'evoluzione normativa e la conseguente apertura alla possibilità per s.r.l. di potersi finanziare senza ricorrere necessariamente al canale bancario o agli apporti dei soci, corrisponde al diverso ruolo delle s.r.l. che, nel sistema legislativo post riforma, perdono in parte il carattere di "società chiusa" acquisendo una centralità nella organizzazione dell'attività d'impresa¹⁰.

La finalità del legislatore di affrancare le s.r.l. dal credito bancario ha trovato attuazione in altri provvedimenti normativi, stimolati anche dalle direttive comunitarie. L'Unione Europea, a seguito della crisi del 2008, ha infatti inoltrato ai governi raccomandazioni volte a conseguire l'obiettivo di consentire alle piccole e medie imprese di accedere a finanziamenti alternativi al credito bancario.

Seguendo lo spirito che già aveva parzialmente informato la riforma del diritto societario del 2003, al fine di ampliare le soluzioni di finanziamento a disposizione delle nostre PMI, nonché di allineare le possibilità di reperimento di risorse finanziarie agli standard di altri paesi europei, apposite disposizioni sono state inserite all'interno del D.L. 83/2012¹¹ (di seguito, anche "Decreto Sviluppo").

In particolare, l'art. 32, comma 26 della norma, modificando il comma 5 dell'art. 2412 c.c., ha stabilito che *"il primo ed il secondo comma¹² non si applicano all'emissione di obbligazioni destinate ad essere quotate in mercati regolamentari o in sistemi multilaterali di negoziazione ovvero di obbligazioni che danno il diritto di acquisire ovvero di sottoscrivere azioni"*.

Lo stesso articolo del Decreto Sviluppo ha inciso altresì sulla disciplina dell'emissione, da parte di società non quotate diverse dalle banche e dalle micro-imprese¹³, di obbligazioni e titoli simili che prevedono clausole di partecipazione agli utili d'impresa e di subordinazione. In particolare, i commi da 19 a 25 hanno introdotto alcune disposizioni specificamente riferite alle emissioni di obbligazioni partecipative e subordinate da parte di società non emittenti strumenti finanziari rappresentativi del capitale quotati in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione (MTF¹⁴).

Tale tipologia di titoli può rappresentare un utile strumento soprattutto in determinate fasi della vita aziendale, che riguardano ad esempio lo *start-up*, le operazioni di ristrutturazione o i momenti di *turnaround* tecnologici.

In relazione ai titoli emessi che presentano clausole di subordinazione, come approfondito anche nel prosieguo, la possibilità della loro emissione era stata già concessa nell'ambito della riforma del 2003 con la sostituzione dell'art. 2411 c.c.. In base al disposto dell'art. 32, comma 19 del D.L. 83/2012, anche alle società non quotate (diverse da banche e microimprese) è attribuita la possibilità di emettere obbligazioni e titoli simili con clausole di subordinazione, a condizione che la loro scadenza iniziale sia almeno pari a 36 mesi.

La clausola di postergazione deve definire i termini e il grado di subordinazione della remunerazione degli obbligazionisti rispetto agli altri creditori, ad eccezione, ovviamente dei soci, i quali, in quanto

¹⁰ Sul punto M. Stella Richter, *I titoli di debito delle società responsabilità limitata*, in Rivista e studi materiali e CNN, n. 2/2005 p. 1185.

¹¹ D. L. del 22 giugno 2012 n. 83, "Misure urgenti per la crescita del Paese".

¹² Si tratta delle disposizioni che stabiliscono la soglia quantitativa relativa al capitale e possibilità di sottoscrizione esclusivamente da parte di investitori professionali.

¹³ Si fa riferimento alla Raccomandazione della Commissione Europea del 6 maggio 2003 (2003/361/CE), che definisce la micro-impresa come un'impresa il cui organico sia inferiore a 10 persone e il cui fatturato o il totale di bilancio annuale non superi i 2 milioni di Euro.

¹⁴ *Multilateral trading facilities*.

sottoscrittori di capitale di rischio “puro”, devono continuare a configurarsi come *residual claimants*. Secondo la Relazione Illustrativa alla legge di conversione, in tal modo è possibile rafforzare la struttura finanziaria dell’impresa, tutelando al meglio le ragioni creditorie di clienti e fornitori, nonché dei creditori ordinari e garantiti.

La presenza della locuzione “titoli similari” sembra consentire un’interpretazione estensiva della norma, la cui applicazione potrebbe essere ampliata anche alle s.r.l. e ai titoli di debito emessi da queste ultime ai sensi dell’art. 2483 c.c.

A sostegno di tale interpretazione, è possibile citare anche il riferimento all’art. 2435 c.c. contenuto nel comma 20, che definisce gli adempimenti pubblicitari relativi al bilancio, all’elenco dei soci e ai titolari di diritti su azioni: poiché l’assoggettamento a tali obblighi sussiste *in re ipsa* per quanto riguarda le società per azioni, l’espressa menzione dell’art. 2435 c.c. all’interno del D.L. 83/2012 fa propendere per una portata applicativa della nuova disciplina in via estensiva anche ai titoli emessi da società a responsabilità limitata.

Per ciò che concerne la possibilità (tranne per banche e micro-imprese) di prevedere clausole di partecipazione, ai sensi del comma 21 dell’art. 32 del Decreto Sviluppo, tale clausola regola la parte del corrispettivo spettante al portatore del titolo obbligazionario, commisurandola al risultato economico dell’impresa emittente. Il tasso di interesse riconosciuto (vale a dire, la quota fissa del corrispettivo), in ogni caso, non può essere inferiore al Tasso Ufficiale di Riferimento pro-tempore vigente. Ogni anno, entro trenta giorni dall’approvazione del bilancio, la società emittente è tenuta a versare al sottoscrittore dei titoli una somma commisurata al risultato economico dell’esercizio, nella percentuale indicata all’atto dell’emissione (parte variabile del corrispettivo). Tale somma è quantificata in proporzione al rapporto tra obbligazioni partecipative in circolazione e capitale sociale, aumentato della riserva legale e delle riserve disponibili, come risultanti dall’ultimo bilancio approvato. Qualora accompagnato da clausola partecipativa, dunque, il titolo consente anche di modulare al meglio gli esborsi finanziari, collegandoli ai risultati dell’impresa e favorendo la sostenibilità finanziaria di fasi di rapida crescita o di ristrutturazione, durante le quali i flussi di cassa possono essere sotto tensione per investimenti e per ricostituzione dei margini operativi.

Al fine di offrire maggiori garanzie ai sottoscrittori, i criteri di calcolo della quota variabile del corrispettivo devono essere stabiliti all’atto dell’emissione, non possono essere successivamente modificati, devono dipendere da elementi oggettivi e non possono dipendere, totalmente o parzialmente, da delibere societarie assunte in ciascun esercizio di competenza (comma 22). Le caratteristiche di variabilità del corrispettivo, tuttavia, in base al comma 23 non si applicano al diritto di rimborso sulla quota capitale, in quanto possono riguardare esclusivamente la remunerazione dell’investimento. Anche in questo caso, appare opportuno rimarcare come già la riforma del 2003 avesse introdotto la possibilità di modulare in maniera flessibile la remunerazione degli obbligazionisti. L’art. 2411, comma 2, c.c., infatti, stabilisce che “i tempi e l’entità del pagamento degli interessi possono variare in dipendenza di parametri oggettivi anche relativi all’andamento economico della società”. Una simile elaborazione consente di collegare l’entità dei rimborsi sia a parametri endogeni (indici patrimoniali, risultati reddituali, ecc.) che a fattori esogeni (andamento di un titolo azionario, trend di indici di borsa o panieri di azioni, ecc.).

La presenza di una disposizione che già contemplava la possibilità di emettere obbligazioni che prevedessero una remunerazione subordinata a determinati parametri ha fatto sorgere dubbi circa la compatibilità tra l'art. 2411 c.c. e il dettato del D.L. 83/2012 il quale, tuttavia, limita il perimetro applicativo della nuova disciplina a taluni elementi specifici¹⁵.

Qualora l'emissione con clausole partecipative contempli anche la clausola di subordinazione e comporti il vincolo di non ridurre il capitale sociale se non nei limiti dei dividendi sull'utile dell'esercizio, la componente variabile del corrispettivo costituisce oggetto di specifico accantonamento per onere nel conto dei profitti e delle perdite della società emittente, rappresenta un costo e, ai fini dell'applicazione delle imposte sui redditi, è computata in diminuzione del reddito dell'esercizio di competenza, a condizione che il corrispettivo non sia costituito esclusivamente da tale componente variabile (comma 24).

Giova segnalare, inoltre, come il Decreto Sviluppo abbia modificato anche la normativa relativa alle cambiali finanziarie, la cui disciplina originaria è contenuta nella L. 43/1994, e che per lungo tempo hanno rappresentato l'unico strumento di raccolta di capitali attivabile da parte delle s.r.l. La disciplina previgente limitava la durata delle cambiali finanziarie a un lasso di tempo compreso tra 3 e 12 mesi, che è stato ampliato dal comma 5 dell'art. 32 del D.L. 83/2012 ed è stata stabilita, rispettivamente, in 1 e 36 mesi. Per ciò che concerne le soglie di importo della singola emissione, la Deliberazione del Comitato Interministeriale per il Credito ed il Risparmio ("CICR") del 19 luglio 2005, n. 1058, all'art. 5, ha stabilito un taglio minimo pari a 50.000 euro. In relazione ai limiti di importo complessivo delle cambiali finanziarie che un'impresa può emettere, la stessa Deliberazione CICR (all'art. 4) richiama la disciplina civilistica, vale a dire l'art. 2412 c.c. per società per azioni, in accomandita per azioni e cooperative e gli artt. 2483 e 2526 c.c., rispettivamente, per società a responsabilità limitata e cooperative cui si applica la normativa di riferimento delle s.r.l.

La normativa succitata effettua una distinzione tra società quotate e non quotate, assegnando a queste ultime requisiti e adempimenti più stringenti, essendo per loro natura meno trasparenti e assoggettate a obblighi di *disclosure* meno rigidi rispetto alle prime. Il comma 2-bis dell'art. 1 della L. 43/1994, introdotto proprio ad opera del D.L. 83/2012 (art. 32, comma 5-bis), stabilisce che i titoli emessi da società non quotate possano essere emessi o girati soltanto in favore di investitori professionali che non siano soci dell'emittente. Inoltre, le emissioni effettuate dai soggetti in questione devono essere assistite da uno sponsor (banca o impresa di investimento, società di gestione del risparmio, società di gestione armonizzata, società di investimento a capitale variabile) che coadiuva l'emittente nella procedura e lo supporta nella fase di collocamento dei titoli. Oltre a tale attività, lo sponsor è tenuto a mantenere nel proprio portafoglio, fino alla naturale scadenza, una quota dei titoli emessi non inferiore:

- al 5% del valore di emissione dei titoli, per le emissioni fino a 5 milioni di euro;
- al 3% del valore di emissione dei titoli eccedente 5 milioni di euro, fino a 10 milioni, in aggiunta alla quota risultante dall'applicazione della percentuale di cui al numero 1);

¹⁵ Scadenza superiore a 36 mesi e requisiti soggettivi dell'emittente, che deve essere diverso da banche e microimprese.

-
- al 2% del valore di emissione dei titoli eccedente 10 milioni di euro, in aggiunta alla quota risultante dall'applicazione delle percentuali di cui ai numeri 1) e 2).

Tale prescrizione può essere derogata qualora l'emissione sia assistita, in misura non inferiore al 25% del suo valore, da garanzie prestate da una banca o da un'impresa di investimento, ovvero da un consorzio di garanzia collettiva dei fidi (per le cambiali emesse da società appartenenti al consorzio stesso). In relazione a ciascun emittente, lo sponsor ha altresì l'obbligo di segnalare se l'ammontare di cambiali finanziarie in circolazione sia superiore al totale dell'attivo corrente dell'impresa, come rilevabile dall'ultimo bilancio approvato. Ulteriore adempimento a carico di tale soggetto riguarda la definizione e pubblicizzazione del merito creditizio dell'emittente che, al momento dell'emissione, deve essere classificato in base al proprio grado di rischio, distinguendo almeno cinque categorie di qualità creditizia: ottima, buona, soddisfacente, scarsa e negativa. Per le operazioni garantite, il giudizio di rating così espresso deve essere messo in relazione con i livelli di garanzia elevata, normale o bassa.

In base a quanto disciplinato dal nuovo comma 2-*quater*, art. 1, L. 43/1994, tuttavia, la nomina dello sponsor non è sempre obbligatoria, e può essere derogata nel caso in cui la società emittente appartenga al novero delle "grandi imprese" in base ai parametri definiti dalla succitata Raccomandazione UE del 6 maggio 2003 (2003/361/CE).

Oltre all'eventuale individuazione dello sponsor, l'emittente deve rispettare un ulteriore requisito, vale a dire la certificazione dell'ultimo bilancio da parte di un revisore contabile o di una società di revisione iscritta nel registro dei revisori contabili.

4. Nozione di Titoli di debito

L'art. 2483 c.c. stabilisce che *"Se l'atto costitutivo lo prevede, la società può emettere titoli di debito. In tal caso l'atto costitutivo attribuisce la relativa competenza ai soci o agli amministratori determinando gli eventuali limiti, le modalità e le maggioranze necessarie per la decisione.*

I titoli emessi ai sensi del precedente comma possono essere sottoscritti soltanto da investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale a norma delle leggi speciali. In caso di successiva circolazione dei titoli di debito, chi li trasferisce risponde della solvenza della società nei confronti degli acquirenti che non siano investitori professionali ovvero soci della società medesima. La decisione di emissione dei titoli prevede le condizioni del prestito e le modalità del rimborso ed è iscritta a cura degli amministratori presso il registro delle imprese. Può altresì prevedere che, previo consenso della maggioranza dei possessori dei titoli, la società possa modificare tali condizioni e modalità.

Restano salve le disposizioni di leggi speciali relative a particolari categorie di società e alle riserve di attività".

Il legislatore ha utilizzato il lemma “titoli di debito”, mutuandolo dal diritto finanziario, senza fornire una precisa connotazione normativa: tale scelta si colloca, come osservato da illustre dottrina, nella tendenza a evitare tipizzazioni degli strumenti finanziari¹⁶.

Senza entrare nel merito di questa impostazione, in quanto valutazione che esula dagli obiettivi del lavoro, per comprendere la novità normativa in esame con connesse potenzialità e criticità, occorre riempire di contenuto la locuzione utilizzata dal citato art. 2483 c.c. contestualizzando il concetto nel modificato sistema legislativo che vede, da un lato l’abrogazione del divieto di emissione di obbligazioni, ma dall’altro lato un divieto di raccolta del risparmio tra il pubblico.

L’espressione “titoli di debito” è la stessa utilizzata dal TUF (art. 1, comma 1-*bis* lettera b), che contempla tra i valori mobiliari “*le obbligazioni, i titoli di debito*”; del pari essa compare nel TUB (art. 11, commi 4 e 4-*quinquies*) ed anche nella rubrica dell’art. 2526 c.c. “*Soci finanziatori e altri sottoscrittori di titoli di debito*”, norma propria della disciplina delle società cooperative.

Fanno riferimento alla medesima espressione i provvedimenti della Banca d’Italia dell’agosto 2000 e del 25 luglio 2003, in tema di trasparenza delle operazioni e dei servizi finanziari, dove è usata in antitesi a “*titoli rappresentativi di capitale*”.

Come osservato in uno studio della Banca d’Italia “*La locuzione, volutamente generica, implica che la s.r.l. può emettere strumenti finanziari di massa rappresentativi di un etero finanziamento creditizio, che possono essere di natura variegata e non di stampo meramente obbligazionario.*

L’espressione comporta innanzitutto che il rapporto sottostante sia un prestito (un contratto di mutuo puro o a causa mista), e non riconduce il valore mobiliare in esame sic et simpliciter alla categoria delle obbligazioni, a differenza di quanto accade per le società per azioni per le quali la novella parla espressamente di «obbligazioni ed altri strumenti finanziari che condizionano i tempi e l’entità del rimborso all’andamento economico della società». Non a caso il codice civile per le s.r.l. non fa alcun riferimento, neppure indiretto o larvato, a forme di organizzazione degli obbligazionisti contemplate per le s.p.a. ...”.

Se da un lato quindi questa tipologia di strumento finanziario è espressamente prevista dalla legislazione vigente, dall’altro lato non si rinviene nell’ordinamento una norma di carattere contenutistico, il che rende complesso il compito dell’interprete, che può solo individuare la causa contrattuale e i caratteri essenziali dei titoli di debito.

Elemento caratterizzante la fattispecie è il sostantivo “debito” che consente di affermare che si tratta di titoli che incorporano un debito della società emessi in funzione della provvista di capitale di credito. L’art. 2483 c.c., nel disciplinare l’emissione dei titoli di debito prevede che, nelle condizioni della emissione, siano indicate le modalità del rimborso: da ciò è dato evincere l’esistenza di un debito che la società ha assunto per la restituzione di un’attribuzione patrimoniale effettuata dal sottoscrittore a titolo di finanziamento e non di conferimento e la causa negoziale che, nella maggior parte dei casi, coincide con quella del mutuo¹⁷.

¹⁶ S. Patriarca, *Appunti in materia di titoli di debito della s.r.l.*, Università dell’Insubria-Facoltà di Economia, 2004.

¹⁷ G. Zanarone, *Della società a responsabilità limitata*, in *Il codice civile commentato*, fondato da P. Schlesinger e diretto da F.D. Busnelli, Tomo secondo, Artt. 2475 – 2483, Milano, 1773.

Si tratta di titoli di massa, rappresentativi ciascuno di una frazione del finanziamento, la cui emissione non comporta automaticamente l'organizzazione del gruppo dei possessori che potrà, se del caso, essere prevista nell'atto costitutivo¹⁸.

Per quanto attiene alla natura e alla struttura, i titoli di debito possono possedere le caratteristiche dei titoli di credito o dei documenti di legittimazione ovvero dei titoli impropri di cui all'art. 2002 c.c.

Laddove siano titoli di credito, in assenza di espressa previsione da parte del legislatore nella relativa disciplina, essi potranno essere nominativi o all'ordine ma non al portatore considerato il principio espresso nell'art. 2004 c.c. secondo cui il titolo contenente l'obbligazione di pagamento una somma di denaro non può essere al portatore se non nei casi stabiliti dalla legge¹⁹.

L'art. 2483 c.c. stabilisce, inoltre, una riserva di sottoscrizione a favore degli investitori professionali che sono chiamati a rispondere della solvibilità della società emittente nel caso di successiva circolazione del titolo: la previsione è frutto del compromesso, come sottolineato dalla Relazione Ministeriale, tra l'esigenza, avvertita anche dalle s.r.l., di affacciarsi al mercato e quella di assicurare un'adeguata tutela degli interessi degli investitori. Proprio in relazione a tali esigenze, l'art. 1, comma 4-undecies TUB, stabilisce che *"a fini di tutela del risparmio, gli investitori professionali, che ai sensi del codice civile rispondono della solvenza della società per le obbligazioni, i titoli di debito e gli altri strumenti finanziari emessi dalla stessa, devono rispettare idonei requisiti patrimoniali stabiliti dalle competenti autorità di vigilanza"*.

L'attenzione particolare alla tutela del risparmiatore, realizzata con la garanzia della solvenza, rende evidentemente più costoso e meno agevole l'accesso a questa modalità di finanziamento che diventa seppur indirettamente affine a quella di tipo bancario. Infatti, o il creditore è un investitore professionale oppure è, in via mediata, un privato cessionario garantito dall'investitore. È ovvio che la garanzia ha un costo che finisce con l'incidere sul livello del premio al rischio.

In relazione ai sottoscrittori dei titoli, occorre riflettere sulle criticità che emergerebbero nel caso in cui gli strumenti non siano sottoscritti da investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale: secondo autorevole dottrina sembra potersi ritenere che si tratterebbe di una deliberazione invalida, nell'ambito della quale il sottoscrittore potrebbe financo pretendere l'immediato rimborso del finanziamento²⁰. Va infine sottolineato che l'art. 46 TUB riconosce ai titoli di debito il privilegio speciale su beni mobili, previsto per i finanziamenti a medio e lungo termine alle imprese da parte delle banche²¹.

¹⁸ M. Stella Richter, *I titoli di debito delle società a responsabilità limitata*, in CNN, Studio n. 5562/1 4.

¹⁹ Sul punto, O. Cagnasso, *La società a responsabilità limitata*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. Cottino, Padova, 2007, 355.

²⁰ Di nullità del contratto concluso tra società emittente e sottoscrittore, per violazione di norme imperative relative a interesse pubblico e tutela del risparmio, si parla in M. Campobasso, *I titoli di debito delle s.r.l. tra autonomia patrimoniale e tutela del risparmio*, in *Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, III, Torino, 2006.

²¹ Il comma 1-bis della disposizione stabilisce, infatti, che *"Il privilegio previsto dal presente articolo può essere costituito anche per garantire obbligazioni e titoli similari emessi da società ai sensi degli articoli 2410 e seguenti o 2483 del codice civile, la cui sottoscrizione e circolazione è riservata a investitori qualificati ai sensi dell'art. 100 del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58"*.

5. Differenza tra obbligazioni e titoli di debito

Il legislatore della riforma, nel rimuovere il divieto per le s.r.l. di finanziarsi con il ricorso al mercato del capitale di credito, ha previsto uno strumento finanziario con connotazioni diverse rispetto alle obbligazioni di cui all'art. 2411 c.c.

La differente terminologia utilizzata nell'ambito della disciplina della s.r.l. è stata da alcuni autori interpretata²² come un'espressione della volontà, enfatizzata dalla riforma del 2003, di *"fare degli strumenti finanziari una categoria generale connotata da una forte atipicità e flessibilità"*, con l'obiettivo di evitare, o quantomeno ridurre, l'insorgenza di ostacoli all'evoluzione degli strumenti finanziari.

A prescindere dalle motivazioni, in ordine al contenuto dei suddetti strumenti finanziari, si può senz'altro affermare che la differente terminologia utilizzata corrisponde ad una disciplina dei titoli di debito totalmente affrancata da quella delle obbligazioni.

Le principali differenze tra le due tipologie di strumenti finanziari, rinvenibili dall'esame della disciplina legale, riguardano:

- a) caratteristiche e contenuto dei titoli;
- b) organo competente a deliberare l'emissione;
- c) limiti all'emissione;
- d) attestazione del rispetto dei limiti;
- e) sottoscrizione del prestito;
- f) rappresentante comune.

15

(a) Caratteristiche e contenuto dei titoli

L'art. 2414 c.c. disciplina il contenuto delle obbligazioni, mentre per i titoli di debito il legislatore rimette all'autonomia statutaria la determinazione del contenuto.

Come è stato da messo in rilievo²³ e già evidenziato in precedenza, il legislatore della riforma ripropone in materia societaria espressioni mutuata dalla disciplina del mercato finanziario, senza fornire però una norma di carattere contenutistico.

(b) Organo competente

L'art. 2410 c.c. prevede che l'emissione di obbligazioni è deliberata, salvo che la legge o lo statuto non dispongano diversamente, dagli amministratori. Invece, per le s.r.l., la decisione di emissione dei titoli di debito è adottabile, in base a quanto previsto dal primo comma dell'art. 2483 c.c., solo se l'atto costitutivo lo prevede e, in quest'ultimo caso, sarà lo stesso atto costitutivo ad attribuire la competenza ai soci o agli amministratori *"determinando gli eventuali limiti, le modalità e le maggioranze per la decisione"*.

²² A. Pisani Massamormile, *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. Soc.*, 2003, p. 1271.

²³ P. Marano, *Mercato dei capitali e strumenti finanziari nel nuovo diritto societari*, in *Riv. dir. priv.*, 2003.

(c) Limiti all'emissione

In via di principio l'art. 2412 c.c. fissa un tetto massimo per l'emissione del prestito obbligazionario che non può eccedere "il doppio del capitale sociale (il capitale che viene preso a riferimento per la determinazione del limite è quello effettivamente sottoscritto e versato), della riserva legale e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato"²⁴. La regola generale soffre alcune eccezioni nei casi tassativamente indicati dal legislatore, in quanto il detto limite può essere superato:

- se le obbligazioni emesse in eccedenza sono sottoscritte da investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale (in caso di successiva circolazione, chi le trasferisce risponde della solvenza della società nei confronti degli acquirenti che non siano investitori professionali; tale disposizione rimanda concettualmente come, di seguito illustrato, alla responsabilità posta a carico degli investitori professionali per la circolazione dei titoli di debito emessi dalle s.r.l.);
- se le obbligazioni, per la parte eccedente, sono garantite da ipoteca di primo grado sugli immobili di proprietà della società.

I limiti previsti dai primi due commi dell'art. 2412 c.c. non si applicano alle emissioni di obbligazioni destinate ad essere quotate in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione ovvero di obbligazioni che danno il diritto di acquisire ovvero di sottoscrivere azioni.

I limiti previsti per la emissione dei prestiti obbligazionari non sono riprodotti nella disciplina dei titoli di debito. L'art. 2483, comma 1, c.c., infatti, prevede la possibilità che l'atto costitutivo determini "eventuali limiti" all'emissione, di talché l'assenza di limiti non inficia l'emissione dei titoli. Limiti alla emissione possono essere previsti nell'atto costitutivo, anche richiamando le disposizioni di cui all'art. 2412 c.c.: ad essi la decisione di emissione dovrà necessariamente attenersi, pur essendo concessa all'autonomia della società declinare il regolamento secondo le concrete esigenze.

(d) Attestazione del rispetto dei limiti

Nella emissione dei prestiti obbligazionari, il collegio sindacale deve attestare il rispetto del limite fissato dal legislatore; nella disciplina dei titoli di debito non sono previste analoghe attestazioni: sarà l'investitore professionale a valutare la capacità della società di rispettare gli impegni assunti con la delibera di emissione in ordine soprattutto al rimborso del capitale e pagamento degli interessi secondo le modalità e nella misura prevista dal regolamento del prestito. L'analisi dell'investitore professionale si concretizzerà in una *due diligence* articolata su diversi piani:

- **Contesto di mercato** (potenziale crescita del PIL, disoccupazione e inflazione...);
- **Solidità patrimoniale** (debito/patrimonio netto, debito a breve termine/debito a medio lungo termine, debito/totale attivo...);
- **Cash flow** (EBITDA; cash flow netto; giorni di incasso e pagamento...);
- **Rischio industriale** (contesto competitivo, stabilità della domanda, difendibilità dei margini);

²⁴ F. Briolini, *L'emissione e la sottoscrizione dei titoli di debito*, in Riv, dir, comm, 2016, fasc. 3, pt. 1, 427 - 480.

-
- **Dimensione emittente** (fatturato, quota di mercato, espansione geografica, rischio paese nel caso di esportazioni);
 - **Business plan** (coerenza del piano, sostenibilità del business plan).

Sarebbe opportuno che l'emittente, al fine di evidenziare al meglio tali elementi, faccia ricorso a soggetti dotati di elevata professionalità e specifiche competenze tecniche in ambito di *corporate finance*, pianificazione strategica e gestione del rischio, tra i quali possono essere annoverati senza dubbio i Commercialisti.

Ciò posto, occorre in ogni caso notare come, determinando l'atto costitutivo le modalità della decisione di emissione, nulla vieta che, nell'ambito del procedimento, possa essere prevista l'acquisizione di un parere del collegio sindacale - quando nominato - in merito all'operazione, così come, nel caso in cui vengano fissati limiti all'emissione, possa essere richiesta all'organo un'attestazione finalizzata a garantirne il rispetto.

(e) Sottoscrizione del prestito

Fatta eccezione per l'ipotesi derogatoria prevista nell'art. 2412, comma 2, c.c., il legislatore non ha previsto per la sottoscrizione delle obbligazioni vincoli in ordine alla qualifica degli investitori, mentre è consentita la sottoscrizione dei titoli di debito solo ad investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale. Proprio la riserva di sottoscrizione, anche nella prospettiva della garanzia della solvenza del sottoscrittore, consente di evitare l'applicazione della normativa in materia di raccolta tra il pubblico, come in precedenza sottolineato.

Di conseguenza, mentre le obbligazioni possono essere destinate anche a una potenziale raccolta di risparmio presso il pubblico, poiché i titoli di debito sono rivolti a una platea limitata di soggetti qualificati (art. 2483, comma 2, c.c.), con ciò confermando il principio per cui la s.r.l. non fa ricorso in via diretta al mercato dei capitali, l'eventuale circolazione nel mercato secondario sarà possibile solo in seguito alla prima sottoscrizione da parte di investitori professionali.

(f) Rappresentante comune

La disciplina vigente (artt. 2415 - 2418 c.c.) prevede la nomina di un rappresentante comune per la tutela degli interessi degli obbligazionisti

A norma dell'art. 2415 c.c., l'assemblea degli obbligazionisti delibera su: *a)* nomina e revoca del rappresentante comune; *b)* modificazioni delle condizioni del prestito; *c)* proposte di amministrazione controllata e di concordato; *d)* costituzione di un fondo per le spese necessarie alla tutela dei comuni interessi e sul rendiconto relativo; *e)* sugli altri oggetti di interesse comune degli obbligazionisti.

Diversamente, la normativa non prevede alcun organo che rappresenti la volontà dei possessori del titolo di debito,

Nulla vieta, ad ogni modo, che lo statuto della società possa prevedere un'assemblea dei possessori dei titoli di debiti ovvero la possibilità di nominare un rappresentante comune, nominato dai possessori dei titoli di debito, in analogia a quanto previsto dall'art. 2415 c.c.

In sintesi, le principali differenze tra le descritte discipline vengono sintetizzate nello schema di seguito riportato.

	s.p.a /s.a.p.a.	s.r.l..
Caratteristiche e contenuto dei titoli	Titoli di credito. I tempi e l'entità del pagamento degli interessi possono variare in dipendenza di parametri oggettivi anche relativi all'andamento economico della società.	Titoli di debito il cui contenuto e caratteristiche non sono normativamente determinati.
Organo competente	Amministratori salvo diversa disposizione di legge o statuto.	La competenza è attribuita dall'atto costitutivo (amministratori o soci).
Limiti all'emissione	L'art. 2412 c.c. pone un limite stabilendo che il prestito obbligazionario non può eccedere il doppio del capitale sociale più le riserve risultanti dall'ultimo bilancio approvato. È ammesso il superamento del limite.	L'atto costitutivo stabilisce le caratteristiche dei titoli di debito senza limiti all'emissione.
Attestazione del rispetto dei limiti	Nell'emissione del prestito obbligazionario il collegio sindacale deve attestare il rispetto del limite fissato dal legislatore.	Non è prevista un'attestazione da parte dell'organo di controllo.
Sottoscrizione del prestito	Non ci sono preclusioni in ordine ai sottoscrittori tranne il caso di superamento del limite di cui all'art. 2412 c.c..	Possono sottoscrivere titoli di debito solo investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale.
Organo comune	È prevista la nomina di un rappresentante che, laddove non nominato dall'assemblea, viene scelto con decreto del presidente del Tribunale su domanda di uno degli obbligazionisti o amministratori.	La legge non prevede la nomina di un rappresentato comune.

6. Previsione statutaria

In forza delle previsioni dell'art. 2483, comma 1, c.c., il presupposto necessario per poter procedere all'emissione dei titoli di debito è che tale possibilità sia prevista nell'atto costitutivo o nello statuto, in applicazione del riconoscimento accordato all'autonomia statutaria nella disciplina della s.r.l.²⁵.

Si è posto il problema dell'ammissibilità di una modifica statutaria nell'ipotesi in cui non sia stata originariamente prevista la possibilità di emettere titoli di debito; sul punto la dottrina è concorde nel

²⁵ A. Busani, *Titoli di debito di s.r.l.: il bilancio dei primi dieci anni*, in *Le Società*, 2013, fasc. 12, 1317-1325.

ritenere legittima l'integrazione dello statuto attraverso una sua modifica, modifica che può anche essere contestuale alla stessa decisione di emissione dei titoli²⁶.

L'emissione di titoli di debito che avvenga in assenza di una previsione statutaria che l'autorizzi, ovvero che si discosti dalle previsioni dello statuto, comporterebbe secondo alcuni l'invalidità dell'emissione e l'annullabilità della decisione dei soci ai sensi dell'art. 2479-ter, comma 1, c.c. con il conseguente obbligo per la società di restituire quanto ricevuto dal sottoscrittore.

L'atto costitutivo (o lo statuto) deve innanzitutto attribuire la competenza all'emissione conferendola ai soci oppure agli amministratori, anche se, come accennato, non esistono preclusioni all'ipotesi di una competenza disgiunta o alternativa per tipo di titolo, tenuto conto della possibilità di contemplarne categorie diverse. In secondo luogo, deve determinarne gli eventuali limiti, le modalità deliberative e le maggioranze necessarie per le decisioni, eventualmente qualificate o rafforzate.

La dottrina si è interrogata sulle conseguenze della mancata indicazione nello statuto dell'organo competente. Secondo alcuni, muovendo dalla premessa che l'emissione di titoli di debito è un atto gestorio, essa sarà di competenza degli amministratori²⁷, considerando, a fortiori, il dettato dell'art. 2479, comma 1 c.c., in base al quale "i soci decidono sulle materie riservate alla loro competenza dall'atto costitutivo": nel caso in cui la decisione in questione non fosse demandata dall'atto costitutivo o dallo statuto ai soci, automaticamente dovrebbe essere di competenza dell'organo amministrativo. Secondo altri, invece, sarebbe maggiormente coerente con le regole proprie del tipo societario s.r.l., regole in cui si statuisce la sovraordinazione dell'organo sociale o dei soci rispetto all'organo amministrativo, ritenere che, in assenza di una previsione dell'atto costitutivo, la competenza sulla decisione di emissione dei titoli spetti ai soci²⁸.

Infine, laddove l'atto costitutivo, o lo statuto, pur avendo individuato la competenza dei soci in ordine all'emissione, taccia sulle maggioranze da adottare, dovrebbero trovare applicazione le disposizioni relative all'assemblea dei soci di cui all'art. 2479-bis c.c.²⁹.

Lo statuto potrà inoltre disciplinare non solo la delibera di emissione, ma anche le vicende dei titoli e dei sottoscrittori degli stessi successivamente all'emissione. In particolare, potrà prevedere e disciplinare l'assemblea dei sottoscrittori di titoli di debito competente a:

- nominare o revocare il rappresentante comune dei sottoscrittori dei titoli di debito;
- modificare le condizioni del prestito su concorde richiesta della società, in attuazione di quanto previsto dall'ultima parte del terzo comma dell'art. 2483 c.c.;
- decidere sulla costituzione di un fondo spese per la tutela degli interessi comuni e sul rendiconto dell'attività del rappresentante comune.

²⁶ In tal senso, da ultimo, G. Romano, *Sub art. 2483 c.c.*, in *Codice delle società*, diretto da L. Nazzicone, Milano 2018, 1411.

²⁷ In tal senso, G. Giannelli, in *Società a responsabilità limitata*, a cura di Bianchi, in Comm. Marchetti, Bianchi, Ghezzi, Notari, Milano, 2008.

²⁸ O. Cagnasso, op. cit., 357, il quale non condivide la tesi che si tratti in questo caso di un mero atto di gestione, affidato pertanto agli amministratori in via suppletiva, dovendosi, al contrario valorizzare il dato testuale dell'art. 2483 c.c. che comunque attribuisce ai soci, per mezzo di una clausola dell'atto costitutivo, la scelta di attribuire agli amministratori l'emissione dei titoli.

²⁹ Arg. ex art. 2479, comma 3, c.c.

Potrà trovare disciplina statutaria anche la formalità di convocazione di tale assemblea, con rinvio alle modalità di convocazione previste dall'assemblea dei soci, o prevedendo tra l'altro che le delibere assembleari dei sottoscrittori titoli di debito debbano essere riportate in apposito libro, o fissando i requisiti per la nomina del rappresentante comune e i poteri a quest'ultimo riconosciuti.

Nello statuto potrà essere ulteriormente contenuta un'apposta previsione che renda possibile, per la tutela degli interessi dei sottoscrittori dei titoli di debito la possibilità che il rappresentante comune partecipi alle assemblee dei soci e alle riunioni del consiglio di amministrazione o dell'organo amministrativo.

Sarà opportuno che la clausola menzioni anche l'ulteriore contenuto della delibera di emissione e precisamente che disciplini:

- il valore nominale dei titoli emessi;
- la data a decorrere dalla quale il prestito avrà godimento;
- il rendimento dei titoli;
- gli eventuali criteri per la determinazione del rendimento stesso, i tempi, l'entità e le modalità di pagamento degli interessi;
- 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.

Sarà opportuno, inoltre, che lo statuto imponga alla delibera di adozione di prevedere che tali indicazioni vengano riportate anche sui titoli sottoscritti a fronte dell'emissione.

In stretta dipendenza da quanto sopra osservato e qualora vengano emessi dalla stessa società vari prestiti sotto forma di emissione di titoli di debito, potrà ipotizzarsi che ogni insieme dei sottoscrittori di ogni prestito abbia interessi diversi rispetto a quelli rappresentanti dai sottoscrittori di altri prestiti e quindi è possibile ipotizzare che lo statuto presupponga assemblee separate per i sottoscrittori delle varie emissioni di titoli di debito che decideranno sugli interessi particolari dei portatori delle singole emissioni. A fronte di ciò, potrà poi essere prevista un'assemblea generale di tutti i portatori dei titoli di debiti che si relazioni nei confronti della società emittente per gli argomenti di interesse comune; nei confronti di tutte le assemblee appena menzionate, lo statuto potrà disciplinare le varie modalità di convocazione, il diritto di intervento, il diritto di voto, i quorum costitutivi e deliberativi.

Non è consentita l'emissione di titoli di debito convertibili in quote di partecipazione³⁰.

³⁰ Al riguardo, più di recente, Comitato Interregionale dei Consigli Notarili delle tre Venezie, *Orientamenti in materia di atti societari*, Massimali.J.3 (Convertibilità dei titoli di debito) pubbl. 9/19 – motivato 9/19, secondo cui è legittimo che la società possa deliberare un aumento di capitale riservato ai titolari di titoli di debito, aumento da liberarsi tramite conversione di detti titoli, vale a dire attraverso compensazione del debito da finanziamento portato dai titoli che vengono conseguentemente estinti con il credito da sottoscrizione delle nuove quote emesse. Trattandosi di un'ipotesi in cui le quote di nuova emissione verranno offerte a terzi, essa si potrà realizzare unicamente nel caso in cui lo statuto lo consenta (cfr. art. 2481-bis, comma 1, c.c.), ovvero se consti il consenso unanime dei soci.

7. Decisione di emissione

Il legislatore ha lasciato ampia autonomia nel modellare l'emissione di titoli di debito secondo le esigenze della società e degli investitori. La decisione di emissione, non discostandosi peraltro da quanto previsto nell'atto costitutivo o nello statuto – ad esempio, circa l'organo competente o le maggioranze da necessarie – dovrà stabilire le caratteristiche dei titoli di debito, con riferimento ai contenuti e alla loro forma³¹.

Come osservato, la decisione di emissione dovrà quantomeno contenere l'ammontare complessivo del prestito, il numero, il valore nominale dei titoli.

Occorre rammentare che l'art. 2483, terzo comma, c.c. stabilisce che la decisione di emissione prevede le condizioni di prestito e le modalità di rimborso, essendo questi ultimi contenuti necessari della decisione, come è dato evincere dal tenore letterale della disposizione. Come accennato in precedenza, pur in assenza di limiti legislativamente predeterminati, la società potrebbe decidere di recepire per l'emissione dei titoli di debito quelli previsti per l'emissione di obbligazioni dall'art. 2412 c.c. decidendo, dunque, che l'emissione non possa essere effettuata per una somma complessivamente eccedente il doppio del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato.

Ai sensi dell'art. 2483, terzo comma, c.c., la decisione di emissione è iscritta presso il registro delle imprese a cura degli amministratori. La stessa disposizione stabilisce che la decisione può altresì prevedere che, previo consenso della maggioranza dei possessori dei titoli, la società possa modificare le condizioni del prestito e le modalità del rimborso. Ne consegue che, in assenza di qualsiasi decisione sul punto, la società può modificare le condizioni del prestito e le modalità del rimborso unicamente con il consenso di tutti i possessori dei titoli, così come, per deliberare modifiche strutturali del titolo ovvero per sopprimere il diritto al rimborso, sarà necessaria l'unanimità dei consensi dei possessori³². Con la decisione di emissione, qualora abbia natura cartolare, potrà inoltre prevedersi che il titolo circoli secondo le norme previste per i per i titoli nominativi o all'ordine, e mai secondo le modalità dei titoli al portatore.

8. Natura giuridica della procedura di emissione - Forma e pubblicità delle delibere

Con riferimento alla procedura di emissione, v'è da dire che la stessa si configura come un contratto tra la società e i sottoscrittori³³. Valutando la forma della delibera di emissione, l'orientamento

³¹ M. Stella Richter, op. cit., 3.

³² G. Zanarone, op. cit., 1814; M. Stella Richter, op. cit., 8; A. Busani, *Sub art. 2483*, in *Commentario del codice civile*, diretto da E. Gabrielli, *Delle società – dell'azienda della concorrenza*, a cura di D.U. Santosuosso, artt. 2452 – 2510, ***, Milano, 2015, 931, M.B. Portale, *L'emissione dei titoli di debito e la rilevanza delle vicende sociali*, AA.VV., s.r.l., Commentario, dedicato a G.B. Portale, Milano, 2011, 1004.

³³ A tal proposito può rilevarsi che la società potrà esprimere la propria proposta di contratto mediante un verbale notarile in cui si è decisa l'emissione dei titoli di debito con le condizioni del prestito e delle modalità di rimborso, oltre alla determinazione di tutti gli elementi richiesti dalle clausole statutarie. Dovendo essere iscritta ai sensi del terzo comma dell'art. 2483 c.c. tale delibera nel registro imprese, sarà gioco forza che il verbale venga redatto mediante atto di notaio. In ogni caso

prevalente³⁴ ritiene che non necessiti la forma notarile, essendo comunque necessaria che essa risulti da atto in forma scritta³⁵. Sempre in tema si osserva 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 potrebbe far pensare, anche se l'opinione non è spesso condivisa³⁶, che la disciplina generale della s.p.a. si applichi anche alle cooperative che adottano la 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”*.

Quanto sopra esaminato nel merito delle formalità inerenti all'emissione, la società potrà quindi esprimere ai terzi potenziali sottoscrittori la propria proposta di contratto mediante un verbale, anche in forma notarile, in cui sono state decise l'emissione dei titoli di debito con le condizioni del prestito e le modalità di rimborso, oltre alla determinazione di tutti gli elementi richiesti dalle clausole statutarie; in ogni caso, circostanza suffragata dalle prassi, la presenza della stipula per atto notarile rivestirà una funzione tuzioristica nei confronti del sottoscrittore, considerando il disposto dell'art. 474, comma 2, 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; per semplicità la prassi potrà effettuare una crasi di questi due momenti logici riducendoli in un unico documento cartaceo e cioè facendo intervenire nella delibera di emissione i vari sottoscrittori che si troveranno così a sottoscrivere il prestito. Ovviamente sarà buona norma 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.

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

Circa la delibera che facoltizza la società a deliberare l'emissione di titoli di debito, questa viene pubblicizzata ai sensi dell'art. 2436 c.c.; in proposito si può ritenere che tale pubblicità sia una *condicio juris* di efficacia. Per quanto invece riguarda la delibera di emissione, non essendo specificati

la presenza della stipula per atto notarile riveste una funzione tuzioristica nei confronti del sottoscrittore, considerando il disposto dell'art. 474 secondo comma c.p.c.

³⁴ A. Busani, op.ult. cit., 927; G. Cabras, *Sub art. 2483*, in Società di capitali, Commentario, a cura di G. Niccolini, A. Stagno D'Alcontres, Napoli, 2004, 1695; M.B. Portale, L'emissione di titoli di debito, op. cit. p. 1003.

³⁵ Cfr. G. Zanarone, op. cit., 1790, che comunque osserva che la decisione da verbale notarile potrebbe essere richiesta dall'atto costitutivo.

³⁶ *Contra*, sul punto specifico A. Lolli, *Sub art. 2526*, in *Il Nuovo Diritto delle Società*, a cura di A. Maffei Alberti, 2717.

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.

Occorre quindi considerare se la sottoscrizione dell'emissione di titoli di debito possa avvenire anche in pendenza di iscrizione al registro imprese di una o di entrambe 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.

Quanto alla legittimazione al deposito al Registro Imprese bisogna distinguere tra la delibera modificativa dello statuto volta a facultizzare la società all'emissione dei titoli di debito, da redigersi con atto notarile 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.; quanto alla seconda la competenza immediata ad effettuare il deposito è stabilita dall'art. 2483 c.c. che legittima gli amministratori a richiede l'iscrizione al Registro Imprese. Nel caso del Notaio rogante, la prassi vede comunque una sua legittimazione 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.

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. Perciò, sia la prassi riconosciuta da alcune massime notarili come quella del Consiglio Notarile di Milano, sia la prassi precedentemente in voga nei Tribunali, sia le istruzioni conferite a livello camerale, confermano la possibilità che possono essere anticipate, rispetto al compimento delle formalità pubblicitarie, le delibere di carattere puramente economico, mentre ciò non pare possibile per le delibere di carattere organizzativo³⁷.

9. Soggetti destinatari e responsabilità dei sottoscrittori

I titoli di debito possono essere sottoscritti soltanto da investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale; la composizione di tale categoria non crea problemi in quanto desumibile dal TUF, in cui all'art. 6 si rimanda alla regolamentazione CONSOB per l'individuazione analitica dei "clienti professionali"; ed è proprio il Regolamento intermediari, adottato con delibera CONSOB n. 20307 del 15 febbraio 2018 che all'Allegato 3 dopo aver chiarito che *"un cliente professionale è un cliente che possiede l'esperienza, le conoscenze e la competenza necessarie per prendere consapevolmente le*

³⁷ Si pensi in tale senso ad una modifica statutaria con cui la società sostituisce ad un amministratore unico un organo pluripersonale collegiale.

proprie decisioni in materia di investimenti e per valutare correttamente i rischi che assume” elenca analiticamente i soggetti che compongono “di diritto” tale categoria, identificandoli in:

- 1) soggetti tenuti a essere autorizzati o regolamentati per operare nei mercati finanziari, siano essi italiani o esteri quali:
 - a) banche;
 - b) imprese di investimento;
 - c) altri istituti finanziari autorizzati o regolamentati;
 - d) imprese di assicurazione;
 - e) organismi di investimento collettivo e società di gestione di tali organismi;
 - f) fondi pensione e società di gestione di tali fondi;
 - g) i negozianti per conto proprio di merci e strumenti derivati su merci;
 - h) soggetti che svolgono esclusivamente la negoziazione per conto proprio su mercati di strumenti finanziari e che aderiscono indirettamente al servizio di liquidazione, nonché al sistema di compensazione e garanzia (*locals*);
 - i) altri investitori istituzionali;
 - j) agenti di cambio;
- 2) le imprese di grandi dimensioni che presentano a livello di singola società, almeno due dei seguenti requisiti dimensionali:
 - totale di bilancio: € 20.000.000;
 - fatturato netto: € 40.000.000;
 - fondi propri: € 2.000.000;
- 3) gli investitori istituzionali la cui attività principale è investire in strumenti finanziari, compresi gli enti dediti alla cartolarizzazione di attivi o altre operazioni finanziarie.

In proposito, occorre rammentare che anche l'art. 14, comma 1, lett. d-*quater* della delibera Consob n. 11971/1999, *rinvia per la loro individuazione ai “clienti professionali ai sensi dell’art. 6, commi 2-quinquies e 2-sexies del Testo unico e le categorie di investitori individuate dal regolamento ministeriale”*, attuando di fatto l'equiparazione tra le due categorie³⁸.

In ogni caso è rilevante evidenziare che tali investitori professionali sono assoggettati a vigilanza prudenziale ovvero alla vigilanza esercitata da un'autorità pubblica o privata *“sul rispetto di regole, emanate dalla stessa autorità o comunque previste, in materia di adeguatezza patrimoniale,*

³⁸ M. Stella Richter, *I titoli di debito delle società a responsabilità limitata*, cit., 6, secondo il quale ai fini della esatta individuazione della categoria degli investitori professionali, *“... non è certo priva di significato ai fini della affermata equiparazione la circostanza che la legge di delega imponesse di “disciplinare condizioni e limiti per l'emissione e il collocamento di titoli di debito presso operatori qualificati”*.

*contenimento del rischio nelle sue diverse configurazioni, partecipazioni detenibili, organizzazione amministrativa e contabile, controlli interni e sulla verifica del rispetto di tali norme*³⁹.

Per quanto attiene alla responsabilità degli investitori professionali, l'art. 2483, comma 2, c.c., stabilisce che *"in caso di successiva circolazione dei titoli di debito, chi li trasferisce risponde della solvenza della società nei confronti degli acquirenti che non siano investitori professionali ovvero soci della società medesima"*. La norma prevede, dunque, in capo al sottoscrittore una responsabilità solidale (non sussidiaria) con la società emittente insolvente in ordine all'adempimento delle obbligazioni da quest'ultima assunte con l'emissione dei titoli di debito (restituzione della somma capitale e corresponsione della remunerazione del prestito).

Si tratta di una responsabilità espressamente prevista dalla legge a favore degli acquirenti successivi al primo sottoscrittore del titolo, genericamente e astrattamente individuati e dunque riconducibili latamente alla nozione di mercato del capitale di credito. Per tal motivo, si tratta di una responsabilità che non può essere derogata dalle convenzioni tra le parti⁴⁰.

Nello specifico, il legislatore declina la responsabilità dell'investitore professionale soggetto a vigilanza prudenziale nei confronti degli acquirenti che non siano a loro volta investitori professionali (anche non soggetti a vigilanza prudenziale) o soci della società medesima.

La *ratio* della disposizione si rinviene nella necessità di tutelare quei soggetti che vogliono investire, acquistando i titoli, pur privi di competenze tecniche e di informazioni sulla solvenza dell'emittente tali da poter valutare con la diligenza qualificata il rischio dell'investimento. Di talché la norma si giustifica, da un lato, con la necessità di tutelare tutti coloro che non siano riconducibili alla categoria degli investitori professionali e che quindi non abbiano determinate capacità e cognizioni, dall'altro lato, con l'esigenza di tutelare coloro che non sono soci dell'emittente: questi ultimi, infatti, in quanto soggetti dotati di particolari diritti, anche nei casi in cui non venga loro affidata l'amministrazione della società, possono agevolmente ottenere informazioni sulla situazione patrimoniale della società⁴¹.

Come accennato, la legge dispone che il soggetto che, successivamente alla sottoscrizione, trasferisce i titoli risponde della solvenza dell'emittente nei confronti degli acquirenti che non abbiano le descritte qualificazioni professionali o che non possiedano lo status di socio. Le qualifiche e le qualità in oggetto devono essere possedute al momento dell'acquisto del titolo.

A tale proposito, tuttavia, si pongono alcune questioni.

In primo luogo, la lettera della norma, come detto, mentre esclude che primo sottoscrittore possa essere un soggetto differente da un investitore professionale soggetto a vigilanza prudenziale, ammette che costui possa trasferire successivamente il titolo ad un soggetto che non ne abbia la qualifica. Anche quest'ultimo, a sua volta, può trasferire il titolo a un soggetto non qualificato o

³⁹ Cfr. sulla nozione, Circolare Banca d'Italia n. 288 del 3 aprile 2015, titolo IV; sui contenuti, artt. 108 e 53 TUB ma anche art. 6 TUF.

⁴⁰ D.U. Santosuosso, *il nuovo diritto societario*, Milano, 2003, 11; M. Stella-Richter, op. ult. cit., 8.

⁴¹ Si rammenta che, ai sensi dell'art. 2476 c.c., i soci che non partecipano all'amministrazione hanno diritto di ottenere dagli amministratori notizie sullo svolgimento degli affari sociali e di consultare, anche tramite professionisti di loro fiducia, i libri sociali e i documenti relativi all'amministrazione. Diversamente, in virtù del differente ruolo ricoperto dall'azionista e dei differenti diritti che l'ordinamento gli riconosce, l'art. 2412, comma 2, c.c., circoscrive la responsabilità per la circolazione successiva all'emissione delle obbligazioni emesse in eccedenza rispetto ai limiti di cui all'art. 2412, comma 1, c.c., unicamente nei confronti degli acquirenti che non siano investitori professionali.

differente dai soci della società. Occorre, allora, verificare su chi ricada la responsabilità della solvenza della società in tali ultimi casi, chiarendo se qualsiasi cedente sia responsabile per la solvenza della società nei confronti del cessionario ovvero se sia responsabile solo l'investitore professionale soggetto a vigilanza prudenziale e, in questa ipotesi, precisare, al contempo, se la responsabilità ricada sul primo sottoscrittore ovvero sull'ultimo cedente investitore professionale.

A fronte delle indicazioni fornite dalla relazione illustrativa allo schema di decreto legislativo recante la riforma del diritto societario⁴² secondo la quale la soluzione prescelta nella predisposizione dell'art. 2483 c.c. è stata quella di consentire la sottoscrizione dei titoli di debito esclusivamente ad investitori particolarmente qualificati e di imporre a carico di questi sottoscrittori, nel caso in cui i titoli vengano successivamente trasferiti, una garanzia *ex lege* per la solvenza della società, verso tutti i successivi acquirenti e subacquirenti, una parte della dottrina, intenzionata a valorizzare la diffusione dell'istituto, ritiene che la responsabilità ricada sull'ultimo degli investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale che abbia ceduto il titolo di debito finanche nel caso in cui non coincida col primo sottoscrittore. Stando alla formulazione letterale dell'art. 2483, comma 2, c.c., che accenna agli "acquirenti", la responsabilità di questo soggetto, inoltre, dovrebbe sorgere sia nei confronti del cessionario non qualificato, sia nei confronti del subacquirente non qualificato⁴³.

L'orientamento maggioritario ritiene, inoltre, che la garanzia prestata dall'investitore professionale soggetto a vigilanza prudenziale operi per l'intero ammontare del debito e non nei limiti di quanto ricevuto per la cessione del titolo come invece previsto dall'art. 1267 c.c., in relazione alla garanzia della solvenza del debitore ceduto, norma che peraltro trova applicazione nei soli rapporti cedente/ceduto e dunque solo in via negoziale e per volontà del cedente⁴⁴. In altri termini, la garanzia potrebbe venir qualificata come fideiussione *ex lege*, ovvero facendo leva sul riconoscimento della natura cartolare del titolo di debito, essa potrebbe essere assimilata a quella collegata alla girata cambiaria *ex art. 19, comma 1, R.D. 14 dicembre 1933, n. 1669*. Estendendosi la responsabilità dell'investitore vigilato anche nei confronti di coloro che non sono suoi diretti aventi causa non sembra soluzione ragionevole limitare la responsabilità alla somma versata al primo sottoscrittore (ovvero all'ultimo degli investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale, per quanto sopra detto) dal suo avente causa, somma che il garantito che agisce in regresso ignora.

Quanto al requisito oggettivo, infine, occorre mettere in evidenza come l'art. 2483 c.c. condizioni la responsabilità del garante al manifestarsi dell'insolvenza della società emittente, e non al semplice inadempimento⁴⁵.

⁴² Cfr. par. 11.

⁴³ Stella Richter, op. ult. cit. 8; A. Busani, *Sub art. 2483*, in *Commentario del codice civile*, cit., 929.

⁴⁴ Esclude l'applicabilità in via analogica dell'art.1267 c.c. che fa rispondere il cedente nei limiti di quanto ricevuto dal cessionario, G. Zanon, op. cit., 1810.

⁴⁵ E dunque nell'ipotesi di dichiarazione di fallimento, stante il disposto dell'art. 5 l.f., ovvero di infruttuosa escussione della società emittente. Sulla nozione di insolvenza nel D.lgs. n. 14 del 12 gennaio 2019 ("Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza in attuazione della legge 19 ottobre 2017, n. 155") si veda l'art. 2, comma 1, lett. b), "Definizioni", dove viene ribadito che l'insolvenza è lo stato del debitore che si manifesta con inadempimenti o altri fatti esteriori, i quali dimostrano che il debitore non è più in grado di soddisfare regolarmente le proprie obbligazioni.

10. Caratteristiche, *covenant* e garanzie a favore degli investitori

I titoli di debito, dal punto di vista strettamente operativo, possono essere strutturati sia nella forma del “titolo nominativo” che nella forma del “titolo all’ordine”, e quindi essere assoggettati alle rispettive regole di circolazione⁴⁶. A tale proposito, per la natura e la destinazione degli strumenti in questione, pur essendo preferibile optare per la nominatività⁴⁷ (soprattutto al fine di individuare il loro sottoscrittore, che rappresenta il garante della solvenza dell’emittente ai terzi aventi causa del titolo), in realtà, in base alla delibera CICR n. 1058/2005, sui titoli di debito deve essere in ogni caso riportata l’indicazione della garanzia.

A tale proposito, l’investitore professionale, per controbilanciare la succitata garanzia di solvenza posta a suo carico dal legislatore, potrebbe pertanto richiedere la previsione, nello statuto sociale e/o nel regolamento di emissione, di stringenti limitazioni alla circolazione dei titoli di debito.

I *covenant* hanno l’obiettivo di preservare lo stato di solvibilità dell’emittente e di segnalare tempestivamente al creditore casi di deterioramento del merito creditizio, della redditività o della solidità patrimoniale. Nel caso i vincoli non siano rispettati, gli obbligazionisti hanno il diritto di rinegoziare i termini dell’emissione (ad esempio aumentando il tasso di interesse, il cosiddetto *step-up*) o di richiamare il capitale.

I più diffusi sono⁴⁸:

- girata del titolo di debito subordinata al preventivo assenso del sottoscrittore investitore professionale sottoscrittore;
- circolazione congiunta del titolo di debito e di una quota sociale;
- obbligo, in capo all’emittente, di preventivo rimborso del titolo nell’ipotesi di esclusione o recesso del socio intestatario del titolo;
- circolazione dei titoli di debito limitata a soli investitori professionali anche successivamente alla prima sottoscrizione;
- impegno a non concedere pegni, ipoteche o garanzie reali sui propri beni, crediti o attività finanziarie. Inoltre, potrebbero essere previste restrizioni alla cessione di alcune attività o alla stipula di contratti di finanziamento e/o leasing. Può essere limitata anche la realizzazione di operazioni finanziarie che non siano state pianificate e concordate, e che risultino di impatto potenziale sulla situazione patrimoniale e finanziaria dell’emittente;
- indicazioni sull’utilizzo dei proventi raccolti tramite l’emissione che devono essere destinati secondo piani prestabiliti. Possono essere introdotti dei limiti quantitativi su determinati parametri contabili, come ad esempio spese per investimenti in immobilizzazioni;
- controllo della governance da parte degli investitori, ai quali può essere riservato il diritto di richiamare il capitale, eventualmente maggiorato di una penale, in caso di cambiamento nella struttura manageriale;

⁴⁶ Secondo quanto previsto dagli artt. 2021 e ss., c.c.

⁴⁷ Cfr. in tal senso G. Cabras, *op. cit.*, 1701; P. Spada, *L’emissione dei titoli di debito nella “nuova” società a responsabilità limitata*, in Riv. soc, 2003.

⁴⁸ Sul punto, ODCEC Biella, “Minibond – Strumenti di debito alternativi”, Monografie ‘Il commercialista’; G. Cristofari, “L’emissione dei titoli di debito da parte delle S.r.l. anche alla luce del cd. «Decreto Sviluppo» (D.L. 83/2012)”.

-
- limiti nella distribuzione dei dividendi, al fine di mantenere liquidità all'interno dell'azienda;
 - l'impegno a mantenere un livello di indebitamento stabile e che non superi una determinata soglia. A tale proposito, i *covenant* tipicamente sono parametrati ad alcuni specifici indici di bilancio (EBITDA/oneri finanziari, debito/equity, debito/PFN, *debt service cover ratio*, ecc.), monitorati a frequenze predefinite;
 - obbligo di redigere, oltre ai documenti di fine esercizio, anche dei bilanci intermedi semestrali e degli aggiornamenti del business plan sottostante all'emissione degli strumenti. In caso di eventi significativi nella gestione aziendale o di comunicazioni da parte di autorità fiscali e giudiziarie deve essere data tempestiva informazione agli obbligazionisti;
 - nomina di un rappresentante degli investitori nell'organo di amministrazione.

Poiché l'accettazione e la negoziazione dei *covenant* è un passaggio chiave dal punto di vista dell'emissione e va gestito con grande attenzione e competenza da parte dei consulenti della società emittente, tra i quali ovviamente figura certamente il Commercialista.

A fronte dei *covenant*, spesso le delibere prevedono altresì l'applicazione di alcune opzioni, che posso essere di diverso tipo – in capo all'emittente e all'investitore – ed incidere, in maniera anche significativa, sulla remunerazione prevista per lo strumento di debito.

Ad esempio, la presenza di un'opzione *call* prevede la possibilità, da parte dell'impresa, di rimborsare il titolo prima della scadenza. Una simile ipotesi potrebbe risultare opportuna e conveniente se l'emittente intravede la possibilità di potersi rifinanziare a condizioni migliori, ovvero se si prevede un ingente flusso di cassa *una tantum* che consenta di ottenere la liquidità necessaria per procedere al rimborso. Ovviamente, si tratta di uno strumento che avvantaggia l'impresa, alla cui discrezionalità è rimessa l'occasione di rimborsare il prestito, che normalmente dovrà, di conseguenza, garantire una redditività leggermente più elevata.

Nel caso in cui sul titolo sia stata posta un'opzione *put*, sarà l'investitore a poter chiedere il rimborso anticipato delle somme impiegate.

Ad ogni modo, si sottolinea come esista anche la possibilità di una coesistenza tra le due tipologie di opzioni, come risulta anche da una recente ricerca riguardante un campione di quasi 750 emissioni di mini-bond.

Figura 2 - Statistiche sulla presenza di opzioni (campione: 746 mini-bond)

Presenza di opzioni:	Nessuna	Call	Put	Call + put	n.d.
Tutto il campione	14,1%	24,7%	19,6%	36,9%	4,8%
PMI	16,7%	27,2%	15,6%	38,7%	1,8%
Grandi imprese	11,2%	21,9%	23,9%	34,8%	8,1%
Società quotate in Borsa	9,1%	28,4%	14,8%	43,2%	4,5%
Società non quotate in Borsa	14,7%	24,2%	20,2%	36,0%	4,9%
Emissioni uguali o sotto € 50 milioni	13,8%	25,5%	21,2%	36,9%	2,6%
Emissioni sopra € 50 milioni	16,2%	19,2%	9,1%	36,4%	19,2%
Società non finanziarie	12,1%	24,3%	20,4%	38,5%	4,8%
Società finanziarie	32,0%	28,0%	12,0%	22,7%	5,3%
Mini-bond con scadenza < a 5 anni	22,8%	31,0%	9,0%	34,3%	3,0%
Mini-bond con scadenza = o > 5 anni	9,2%	21,1%	25,5%	38,4%	5,9%

Fonte: Politecnico di Milano, Osservatorio sui Minibond, “V rapporto minibond” – Febbraio 2019.

Altro elemento importante per ciò che concerne i titoli di debito, come già accennato in precedenza, riguarda il regime delle garanzie. Il titolo può essere garantito (*secured*) in maniera parziale o totale e tale circostanza contribuisce, in ogni caso, ad abbassare il costo della raccolta per l'emittente, in quanto, all'evidenza, incide sulla possibilità di ridurre il rischio di insolvenza sopportato da parte dei sottoscrittori.

Sempre facendo riferimento, come campione, alle emissioni di titolo di debito sotto forma di minibond, giova sottolineare come la scadenza media, pur in un contesto abbastanza eterogeneo e variegato, sia pari a 5,2 anni.

Per ciò che concerne il calcolo e il versamento degli interessi da riconoscere all'investitore, è possibile fare riferimento a formule e opzioni molto eterogenee: in misura fissa, indicizzati o parametrati rispetto all'andamento economico dell'emittente (*supra*), riconosciuti in base alla formula dello “sconto di emissione”⁴⁹ (*o zero coupon*), o viceversa, con la formula *one coupon* (cioè al momento del rimborso del titolo).

In relazione alla modalità di rimborso, poco più della metà delle emissioni prevede un rimborso a scadenza (*bullet*), con una leggera prevalenza rispetto alle opzioni di restituzione graduale (*amortizing*), con un valore medio della cedola fissa pari al 5,10%.

La modalità di rimborso, tra l'altro, è collegata anche al regime delle garanzie per le emissioni effettuate da piccole e medie imprese: in base decreto interministeriale 5 giugno 2014 e alle disposizioni di cui all'art. 12, comma 6-*bis*, del D.L. 145/2013⁵⁰, infatti, banche, intermediari finanziari e gestori, a fronte di singole operazioni di sottoscrizioni di minibond o su portafogli di minibond,

⁴⁹ In questo caso, la sottoscrizione per un prezzo inferiore al loro valore nominale.

⁵⁰ D. L. 23 dicembre 2013, n. 145, “Interventi urgenti di avvio del piano ‘Destinazione Italia’, per il contenimento delle tariffe elettriche e del gas, per la riduzione dei premi RC-auto, per l'internazionalizzazione, lo sviluppo e la digitalizzazione delle imprese, nonché misure per la realizzazione di opere pubbliche ed EXPO 2015”.

possano chiedere il sostegno del Fondo Centrale di Garanzia⁵¹ fino al 50% del valore nominale sottoscritto se di tipo *amortizing* o fino al 30% nel caso in cui si tratti di mini-bond bullet.

11. Fiscalità dei titoli di debito

Ai fini dell'individuazione del regime fiscale applicabile ai titoli di debito emessi dalle s.r.l., occorre verificare se essi possano rientrare nella definizione di *"titoli similari alle obbligazioni"* di cui all'art. 44, comma 2, lettera c), n. 2) del T.U.I.R.. Ai sensi di quest'ultima norma, si considerano tali: *"i titoli di massa che contengono l'obbligazione incondizionata di pagare alla scadenza una somma non inferiore a quella in essi indicata, con o senza la corresponsione di proventi periodici, e che non attribuiscono ai possessori alcun diritto di partecipazione diretta o indiretta alla gestione dell'impresa emittente o dell'affare in relazione al quale siano stati emessi, né di controllo sulla gestione stessa"*.

Per essere considerati similari alle obbligazioni, è necessario quindi che i titoli di debito presentino le seguenti caratteristiche:

1. devono essere titoli di massa – ossia titoli emessi in notevoli quantità, con caratteri di omogeneità e in base ad un'unica operazione economica, oggettivamente idonei alla circolazione presso il pubblico;
2. devono contenere l'obbligazione incondizionata di pagare alla scadenza una somma non inferiore a quella in essi indicata, con o senza la corresponsione di proventi periodici, e non devono attribuire ai possessori alcun diritto di partecipazione diretta o indiretta alla gestione dell'impresa emittente o dell'affare in relazione al quale siano stati emessi, né di controllo sulla gestione stessa⁵². Il requisito relativo all'entità del capitale rimborsato si considera rispettato anche qualora venga assicurato il diritto al rimborso integrale del capitale alla scadenza del prestito, individuata non con una data precisa, ma attraverso il riferimento alla durata della società o alla sua liquidazione qualora la società sia costituita a tempo indeterminato. Rientrano quindi tra questi strumenti anche i titoli di durata non precisata – qualificabili come perpetui – purché prevedano contrattualmente un momento nel quale si considera estinto il prestito, con diritto al rimborso integrale del capitale⁵³.

In mancanza di tali caratteristiche, i titoli di debito saranno invece riconducibili nella categoria dei c.d. *"titoli atipici"*, ossia strumenti finanziari che, pur essendo produttivi di redditi di capitale, non possono essere inquadrati, ai fini delle imposte sui redditi, né tra quelli similari alle azioni o titoli assimilati⁵⁴, in quanto la relativa remunerazione non è costituita totalmente dalla partecipazione ai risultati economici della società emittente, di società dello stesso gruppo o di un affare, né tra le obbligazioni

⁵¹ Fondo di cui all'art. 2, comma 100, lettera a), della L. 662/1996.

⁵² Cfr. la risoluzione dell'Agenzia delle Entrate n. 54/E del 3 marzo 2009.

⁵³ In termini, la circolare dell'Agenzia delle Entrate n. 11/E del 28 marzo 2012 (§ 6.2).

⁵⁴ Per completezza, si ricorda che ai fini delle imposte sui redditi si considerano similari alle azioni i titoli e gli strumenti finanziari emessi da società ed enti di cui all'art. 73, comma 1, lettere a), b) e d), del T.U.I.R. (si tratta delle società di capitali, degli enti commerciali e soggetti assimilati, nonché delle società ed enti non residenti) la cui remunerazione è costituita *totalmente* dalla partecipazione ai risultati economici della società emittente o di altre società appartenenti allo stesso gruppo o dell'affare in relazione al quale i titoli e gli strumenti finanziari sono stati emessi (cfr. art. 44, comma 2, lettera a), punto n. 2) del T.U.I.R.).

o titoli assimilati, perché, ad esempio, non garantiscono la restituzione del capitale ovvero, pur garantendola, assicurano anche una partecipazione diretta o indiretta alla gestione della società emittente o dell'affare in relazione al quale sono stati emessi.

Concentrando l'attenzione sui titoli di debito inquadrabili fiscalmente tra i titoli simili alle obbligazioni, per comprenderne pienamente l'attuale regime fiscale è opportuno esaminare l'evoluzione della normativa in materia, che attesta la volontà, o perlomeno il tentativo, del legislatore di rendere maggiormente appetibile il ricorso a questa forma di finanziamento, inizialmente penalizzata (anche) da un trattamento fiscale tale da costituire un ostacolo insormontabile alla diffusione del nuovo strumento di finanziamento.

Le principali innovazioni legislative introdotte sono disciplinate da cinque diversi decreti nell'arco temporale 2012-2015: D.L. 83/2012 "Decreto Sviluppo", D.L. 179/2012 "Decreto Sviluppo bis", D.L. 145/2013 "Decreto Destinazione Italia", D.L. 91/2014 "Decreto competitività" e D.Lgs. 147/2015 "Decreto Internazionalizzazione".

11.1. Regime fiscale previgente la riforma

Il regime previgente alle richiamate modifiche normative prevedeva limiti alla deducibilità degli interessi passivi relativi alle obbligazioni e titoli simili emessi da società o enti⁵⁵ il cui capitale è rappresentato da quote ovvero da azioni non negoziate in mercati regolamentati UE e degli Stati aderenti all'Accordo sullo Spazio economico europeo che consentono un adeguato scambio di informazioni (c.d. *white list*); in particolare l'art. 3, comma 115, della Legge n. 549/1995 disponeva l'indeducibilità degli interessi passivi superiori ai seguenti limiti:

- a) al doppio del tasso ufficiale di riferimento (stabilito dalla Banca Centrale Europea), per le obbligazioni ed i titoli simili *negoziati* in mercati regolamentati UE e Stati *white list* aderenti all'Accordo sullo spazio economico europeo o collocati mediante offerta al pubblico ai sensi della disciplina vigente al momento di emissione;
- b) al tasso ufficiale di riferimento aumentato di due terzi, per le obbligazioni e titoli simili diversi da quelli indicati nel punto precedente e quindi non negoziati in tali mercati regolamentati o non collocati mediante offerta al pubblico ai sensi della disciplina vigente al momento di emissione.

Negli anni si è assistito ad un decremento significativo del tasso ufficiale di riferimento tale da comportare la indeducibilità della maggior parte degli interessi passivi corrisposti su tali titoli e strumenti di finanziamento e, quindi, una loro scarsa appetibilità.

Per completezza di informazione si ricorda che la limitazione di cui sopra non si applicava agli interessi passivi relativi ad obbligazioni e titoli simili emessi dai c.d. grandi emittenti privati (banche, società per azioni con azioni *negoziate* in mercati regolamentati UE e degli Stati aderenti all'Accordo sullo

⁵⁵ Diversi dalle banche e dalle società di progetto e società titolari di un contratto di partenariato pubblico privato di cui all'art. 157 del D.Lgs. 12 aprile 2006, n. 163.

spazio economico europeo inclusi nella *white list* e da enti pubblici economici trasformati in società per azioni in base a disposizione di legge) per i quali valevano comunque le regole previste dal T.U.I.R. (art. 96).

Una seconda limitazione era costituita dall'obbligo a carico delle società emittenti di operare la ritenuta di cui all'art. 26, comma 1, D.P.R. n. 600/1973 che, nel tempo, è stata elevata dal 12,5%⁵⁶ al 20% (D.L. 138/2011), ed infine al 26% (D.L. 66/2014).

Il D.Lgs. 239/1996 aveva inoltre introdotto delle agevolazioni limitate ai grandi emittenti privati⁵⁷.

Ulteriore limitazione, applicabile a qualsiasi tipologia di emittente, era il riconoscimento di un privilegio, spettante ex lege solo ai finanziamenti a medio e lungo termine.

Le più recenti modifiche normative hanno inciso progressivamente su queste tre limitazioni, cercando di uniformare la tassazione dei grandi emittenti.

11.2. D.L. 83/2012 "Decreto sviluppo" e D.L. 179/2012 "Decreto Sviluppo bis"

32

Con il Decreto Sviluppo *bis* (art. 36, comma 3) è stata ampliata la platea dei soggetti a cui sono riconosciute le agevolazioni previste per i grandi emittenti privati. Ed infatti, sono stati rimossi i limiti alla deducibilità degli interessi passivi di cui al citato art. 3, comma 115, della Legge n. 549/1995⁵⁸ per quelli relativi a cambiali finanziarie e a obbligazioni e titoli simili (e, per la ricordata assimilazione, ai titoli di debito) emessi da società *non «quotate»* (diverse dalle banche e dalle micro-imprese) a condizione che:

- i titoli siano «*quotati*» (i.e. negoziati in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione UE e di Stati *white list* aderenti all'Accordo sullo Spazio economico europeo); l'intervento normativo ha consentito, quindi, di equiparare i soggetti emittenti (quotati e non quotati), in relazione alla possibilità di dedurre gli oneri finanziari generati dall'emissione di finanziamenti cartolarizzati quotati;

⁵⁶ In particolare, tale aliquota si applicava per le obbligazioni e titoli simili (ivi compresi i titoli di debito a questi assimilabili) di durata non inferiore a diciotto mesi e per le cambiali finanziarie, emessi da società ed enti, diversi dalle banche o dalle società con azioni negoziate in mercati regolamentati UE o di Stati aderenti all'Accordo sullo Spazio Economico Europeo (SEE) inclusi nella *white list* ed a condizione che il tasso di rendimento effettivo non risultasse superiore ai limiti di cui all'art. 3, comma 115, della Legge n. 549/1995 (tasso ufficiale di riferimento aumentato di due terzi per i titoli non quotati). Per le obbligazioni e titoli simili non aventi i suddetti requisiti di durata e di tasso di rendimento effettivo, la ritenuta sui relativi interessi era invece pari al 27% (cfr. la citata risoluzione n. 54/E del 2009).

⁵⁷ Il citato decreto legislativo: 1. ha soppresso la ritenuta di cui all'art. 26, comma 1, del D.P.R. n. 600/1973 per gli interessi, premi ed altri frutti delle obbligazioni e titoli simili emessi dai grandi emittenti (nonché per gli interessi delle obbligazioni pubbliche), 2. ha previsto per i predetti interessi l'applicazione di un'imposta sostitutiva (per altro della stessa misura della soppressa ritenuta) nei confronti dei soli percettori cosiddetti "nettisti" (persone fisiche, imprenditori individuali, società semplici, enti non commerciali, OICVM e soggetti esenti dall'IRES) residenti in Italia e 3. ha adottato un regime generale di non applicazione dell'imposta nei confronti dei soggetti cosiddetti "lordisti" (soggetti diversi dai nettisti) residenti in Italia e un regime di esenzione nei confronti dei soggetti residenti in Stati con i quali siano state stipulate dall'Italia Convenzioni contro la doppia imposizione sul reddito che consentano un adeguato scambio di informazioni (con esclusione dei soggetti residenti in Stati extra-UE con regime fiscale privilegiato) e per i seguenti ulteriori soggetti: enti od organismi internazionali costituiti in base ad accordi internazionali resi esecutivi in Italia, investitori istituzionali esteri, ancorché privi di soggettività tributaria, costituiti in Paesi *white list*, banche centrali o organismi che gestiscono anche le riserve ufficiali dello Stato.

⁵⁸ Restando, invece, applicabili direttamente ed esclusivamente i limiti di deducibilità contenuti nell'art. 96 del T.U.I.R..

- ove non «quotati», i titoli siano detenuti da investitori qualificati di cui all'art. 100 del TUF che non detengano, direttamente o indirettamente, anche per il tramite di società fiduciarie o per interposta persona, più del 2% del capitale o del patrimonio della società emittente e sempreché il beneficiario effettivo dei proventi sia residente in Italia o in Stati che consentono lo scambio di informazioni.

Le novità introdotte dai decreti in esame sono state oggetto di chiarimenti da parte dell'Agenzia delle Entrate con circolare n. 4/E del 6 marzo 2013 dalla quale si possono trarre importanti indicazioni operative⁵⁹.

Con riferimento al regime dell'imposta sostitutiva di cui al D.Lgs. 239/1996, il Decreto Sviluppo (art. 32, comma 9) ha esteso il suo ambito oggettivo di applicazione ricomprendendovi gli interessi e gli altri proventi delle obbligazioni e titoli simili e delle cambiali finanziarie *negoziato* in mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione UE e degli Stati aderenti all'Accordo sullo spazio economico europeo inclusi nella *white list* emessi da società *non "quote"*. Il Decreto Sviluppo, inoltre, ha previsto che tutte le spese di emissione (per esempio i compensi per consulenze, società di rating o arranger oltre alle *listing fees*) delle cambiali finanziarie, delle obbligazioni e dei titoli simili di cui all'art. 1 del D.Lgs. 239/1996 siano integralmente deducibili nell'esercizio in cui sono erogate (principio di cassa), indipendentemente dal criterio di imputazione a bilancio. Secondo la circolare n. 29/E del 26 settembre 2014 dell'Agenzia delle Entrate, la deducibilità per cassa va considerata una facoltà e non un obbligo, in linea con la *ratio* di natura agevolativa che caratterizza l'intero decreto.

⁵⁹ Il documento di prassi fornisce alcuni chiarimenti per delimitare con precisione il perimetro operativo della novità legislativa. Nello specifico, per gli strumenti quotati viene precisato che:

- il requisito della quotazione deve sussistere al momento della emissione;
- il delisting successivo non pregiudica il venir meno dei benefici, che si considerano acquisiti dall'origine.

Diversamente per gli strumenti non quotati la circolare chiarisce la finalità antielusiva del limite del 2% di partecipazione al capitale o al patrimonio della società emittente: si vuole evitare che possano essere attuate operazioni di arbitraggio fiscale che consentano l'attribuzione di interessi attivi a soci che detengono partecipazioni rilevanti in luogo dell'attribuzione di dividendi ed evitare inoltre che vi sia una erosione dell'imponibile societario. È inoltre chiarito che ai fini della determinazione della percentuale del 2% occorre tener conto delle partecipazioni detenute dai familiari indicati nell'art. 5, comma 5, del T.U.I.R. o per il tramite di società fiduciarie o interposta persona. In caso di partecipazione indiretta ai fini del calcolo della percentuale di partecipazione si deve tener conto del cosiddetto "effetto demoltiplicativo".

Quanto al luogo di residenza del beneficiario effettivo degli interessi, la circolare chiarisce che esso non deve necessariamente corrispondere ad un Paese incluso nella *white list* essendo sufficiente che con il Paese di residenza sia previsto un adeguato scambio di informazioni tramite una convenzione per evitare la doppia imposizione sul reddito, uno specifico accordo internazionale o trovino applicazione disposizioni comunitarie in materia di assistenza amministrativa.

La circolare si sofferma anche sulla documentazione utile alla società emittente per dimostrare il rispetto delle condizioni previste per poter dedurre gli interessi passivi sulle cambiali finanziarie, obbligazioni e titoli simili non quotati secondo le disposizioni dell'art. 96 del T.U.I.R.. Sul punto, l'Agenzia ha precisato che sarebbe opportuno che nella delibera di emissione sia indicato che tali titoli:

- possono essere sottoscritti e circolare esclusivamente tra investitori qualificati di cui all'art. 100 del TUF;
- non possono essere sottoscritti da soci che detengono più del 2% del capitale o del patrimonio della società emittente.

Inoltre, in ogni caso, la società emittente deve acquisire apposita certificazione, scritta e in forma libera, da parte del sottoscrittore o del successivo acquirente – al momento della sottoscrizione o del successivo trasferimento – nella quale lo stesso attesti di essere un investitore qualificato, di non possedere più del 2% del capitale sociale o del patrimonio della società emittente e che il beneficiario effettivo dei proventi dei titoli sia residente in Italia o in uno Stato o territorio che consente un adeguato scambio di informazioni.

11.3. D.L. 145/2013 “Decreto Destinazione Italia”, “Decreto Competitività” (D.L. 91/2014) e D.Lgs. 147/2015 “Decreto Internazionalizzazione”

I decreti in oggetto proseguono il percorso iniziato con i Decreti Sviluppo e il Decreto Sviluppo *bis* nella direzione di una liberalizzazione volta a rimuovere ostacoli normativi all’accesso diretto al mercato dei capitali di debito da parte delle piccole e medie imprese non quotate.

Nello specifico il D.Lgs. 145/2013 (art. 12, comma 5) tra le altre cose ha esteso il perimetro di disapplicazione della ritenuta del 20% (poi divenuta del 26%) agli interessi e agli altri proventi delle obbligazioni e titoli simili, e delle cambiali finanziarie, corrisposti a organismi di investimento collettivo in valori mobiliari le cui quote siano detenute esclusivamente da investitori qualificati.

Il regime di favore viene ulteriormente esteso con il D.L. 91/2014 (art. 21), che ha previsto l’estensione dell’ambito di disapplicazione dell’imposta sostitutiva sugli interessi, premi ed altri frutti delle obbligazioni emesse dai cd. “grandi emittenti” (banche e società quotate) di cui al D. Lgs. 239/1996⁶⁰, anche ai titoli non quotati emessi da società il cui capitale non sia parimenti quotato, a condizione che siano detenuti da uno o più investitori qualificati di cui all’art. 100 del TUF⁶¹. Tale modifica ha comportato l’estensione del regime di esenzione di cui all’art. 6 del D.Lgs. 239/1996 agli interessi su obbligazioni e titoli simili non quotati emessi da società non quotate in caso di detenzione da parte di investitori qualificati residenti in Stati *white list*.

In sostanza, per effetto delle più recenti modifiche normative, il regime dell’imposta sostitutiva di cui al D.Lgs. 239/1996 e della relativa esenzione applicabile ai soggetti residenti in Stati *white list* trova applicazione nei casi in cui le obbligazioni e titoli simili e le cambiali finanziarie siano emesse da:

- a) *grandi emittenti* (banche, società con azioni quotate, enti pubblici trasformati in società per azioni);
- b) *società non quotate*, a prescindere dalla natura dei soggetti sottoscrittori, purché i *titoli* emessi siano *negoziati* in mercati regolamentati ovvero in sistemi multilaterali di negoziazione degli Stati UE e degli Stati aderenti all’Accordo sullo spazio economico europeo inclusi nella *white list*;
- c) *società non quotate*, purché i *titoli* emessi *non negoziati* siano “*detenuti da uno o più investitori qualificati*”.

Il Decreto Competitività ha inoltre modificato la richiamata disposizione del Decreto Destinazione Italia relativa alla disapplicazione della ritenuta di cui all’art. 26, comma 1, del D.P.R. 600/1973 nei confronti dei c.d. “fondi di debito” prevedendo, al fine di ampliarne la portata applicativa, che la stessa sia riferibile agli interessi delle obbligazioni e titoli simili e delle cambiali finanziarie corrisposti a O.I.C.R., istituiti in Italia o in uno Stato Ue (i.e., fondi comuni di investimento, Sicav e Sicaf costituiti in uno Stato dell’UE diverso dall’Italia), il cui patrimonio sia investito in misura superiore al 50% in tali titoli e le cui quote siano detenute esclusivamente da investitori qualificati, con l’ulteriore specificazione che “la

⁶⁰ D.Lgs. del 1° aprile 1996, n. 239, “Modificazioni al regime fiscale degli interessi, premi ed altri frutti delle obbligazioni e titoli simili, pubblici e privati”.

⁶¹ Sul punto, l’Agenzia delle Entrate, con la circolare n. 29/E del 26 settembre 2014, ha precisato che la cessione a terzi investitori “non qualificati” dei titoli non negoziati da parte dell’investitore qualificato determina il venir meno del regime sostitutivo di cui al D.Lgs. 239/1996.

composizione del patrimonio e la tipologia di investitori deve risultare dal regolamento dell'organismo".

Da ultimo, il Decreto internazionalizzazione (art. 4) ha definitivamente abrogato la previsione di cui all'art. 3, comma 115, della Legge n. 549/1995, facendo venir meno i limiti di deducibilità per gli interessi delle obbligazioni e titoli similari ivi previsti. Il legislatore ha pertanto preso atto della inadeguatezza di una norma che, sebbene finalizzata ad evitare arbitraggi fiscali, era sorta in un contesto del tutto diverso rispetto a quello attuale, sia in termini di misura dei tassi di interesse sia di tassazione delle società e dei soci. Conseguentemente, è stato soppresso nell'art. 96 del T.U.I.R.⁶² il riferimento al predetto art. 3 quale regola di indeducibilità assoluta da applicare prioritariamente rispetto alle disposizioni di cui al medesimo art. 96.

In concreto, quindi, il decreto n. 147/2015 rende applicabili a qualsiasi tipologia di obbligazione e titolo simile le regole di deducibilità degli interessi passivi previste, ai fini dell'IRES, dall'art. 96 del T.U.I.R., a prescindere dalla preventiva applicazione dei limiti previsti dalla citata Legge 549/1995, così come progressivamente già riconosciuto in passato per gli interessi passivi relativi alle obbligazioni emesse dai cosiddetti "grandi emittenti", alle obbligazioni quotate anche se emesse da società non quotate e alle obbligazioni non quotate emesse da società non quotate (diverse dalle banche e dalle micro-imprese) sottoscritte esclusivamente da investitori qualificati che non detengono più del 2% della società emittente.

35

Imposte indirette

Imposta sostitutiva sui finanziamenti - art. 20-bis d.p.r. 601/1973

Come noto, gli articoli dal 15 al 20 del Decreto del Presidente della Repubblica 29 settembre 1973 n. 601 prevedono che le operazioni relative ai finanziamenti a medio e lungo termine – intendendosi per tali quelli la cui durata "contrattuale" sia stabilita in più di 18 mesi – posti in essere nel territorio italiano da banche Italiane, banche europee ovvero stabili organizzazioni in Italia di banche non europee, intermediari finanziari iscritti all'elenco di cui all'art. 107 del TUB⁶³, possano essere assoggettate, su opzione, ad un'imposta sostitutiva, in misura pari allo 0,25% del finanziamento stesso. L'applicabilità della suddetta imposta sostitutiva comporta che i finanziamenti in discorso, nonché tutti i provvedimenti, atti, contratti e formalità inerenti ai medesimi, alla loro esecuzione, modificazione ed estinzione, alle garanzie di qualunque tipo da chiunque e in qualsiasi momento prestate e alle loro eventuali surroghe, sostituzioni, postergazioni, frazionamenti e cancellazioni anche parziali, ivi comprese le cessioni di credito stipulate in relazione a tali finanziamenti, siano esenti dall'imposta di registro, dall'imposta di bollo, dalle imposte ipotecarie e catastali e dalle tasse sulle concessioni governative. Viceversa, laddove l'Imposta sostitutiva non si renda applicabile all'operazione di finanziamento, trovano applicazione le suddette imposte indirette sugli atti, documenti o formalità di volta in volta stipulati o posti in essere (e.g. imposte di registro, di bollo e ipotecarie). Al riguardo, il D.L.gs. 91/2014, modificando l'art. 15 del D.P.R. 601/1973 ha inciso la normativa nella maniera che

⁶² Al sensi del cit. art. 4, comma 1, lett. b), "nel comma 6 (dell'art. 96, n.d.r.), le parole: " , dall'art. 3, comma 115, della legge 28 dicembre 1995, n. 549 in materia di interessi su titoli obbligazionari," sono soppresse".

⁶³ Si veda, in tal senso, Cassazione SS. UU., Sentenza n. 19106 del 18 luglio 2018.

segue: in termini oggettivi, è previsto che anche le cessioni di credito successive all'erogazione e le cessioni del contratto rientrano nell'ambito dell'agevolazione; in termini soggettivi, è estesa la platea dei soggetti finanziatori ammessi a fruire del beneficio⁶⁴.

Il D.Lgs. 145/2013⁶⁵, con l'introduzione dell'art. 20-bis del citato D.P.R., ha esteso l'applicabilità dell'imposta sostitutiva prevista dagli articoli 15 e seguenti del D.P.R. 601/1973 alle garanzie di qualunque tipo, da chiunque e in qualsiasi momento prestate in relazione (anche) alle emissioni di **obbligazioni o titoli simili** da chiunque sottoscritte, esentandole quindi dalle imposte di registro, bollo, ipotecarie e catastali.

In presenza di emissioni obbligazionarie il regime sarà applicabile su opzione da esercitare nella stessa delibera assembleare di emissione dei titoli. In caso di esercizio dell'opzione, l'operazione sarà soggetta alla sola imposta sostitutiva dello 0,25% e non sarà assoggettata alle ordinarie imposte di registro, bollo, ipotecarie e catastali. L'imposta sostitutiva si applica sull'intero ammontare delle obbligazioni collocate.

I titoli di debito all'interno dei piani individuali di risparmio

La legge di Bilancio 2017⁶⁶, ai commi da 100 a 114, ha introdotto un nuovo strumento di investimento all'interno del nostro ordinamento, vale a dire i "Piani individuali di risparmio" (PIR). Dal punto di vista "strutturale", essi possono essere definiti come dei veri e propri "contenitori", che possono configurarsi in diverse forme tecniche (OICR, fondo comune, gestione patrimoniale, contratto di assicurazione, deposito titoli), all'interno dei quali possono essere contenuti strumenti finanziari di varia natura.

Allo scopo di immettere flussi finanziari nell'economia reale e nel tessuto produttivo italiano, destinando maggiori risorse al sostegno delle piccole e medie imprese, stimolando altresì lo sviluppo dei mercati finanziari e le iniziative di quotazione, il legislatore ha previsto, a favore di tali strumenti, alcune agevolazioni fiscali, di cui è possibile usufruire al verificarsi di determinate condizioni⁶⁷.

Il regime fiscale agevolato dei PIR si applica alle persone fisiche "fiscalmente" residenti in Italia per i redditi di capitale e diversi di natura finanziaria (non relativi a partecipazioni qualificate di cui all'art. 67, comma 1, lett. c) del T.U.I.R.) conseguiti, al di fuori dell'esercizio di impresa, e consiste nel non assoggettamento ad imposizione di tali redditi⁶⁸.

Allo scopo di ottenere i benefici in questione, è necessario rispettare alcuni requisiti, a partire dalla necessità di mantenere il PIR per un periodo minimo di cinque anni (*vincolo di detenzione*), mentre l'importo investito non può superare complessivamente il valore di 150.000 euro, con un limite, per ciascun anno solare, di 30.000 euro⁶⁹:

⁶⁴ Cfr. Risoluzione Agenzia delle Entrate n. 17/E del 16/02/2018.

⁶⁵ Art. 12, comma 4, lett. c).

⁶⁶ Legge 11 dicembre 2016, n. 232 ("Bilancio di previsione dello Stato per l'anno finanziario 2017 e bilancio pluriennale per il triennio 2017-2019").

⁶⁷ Per un esame della disciplina in materia, cfr. Circolare Agenzia delle Entrate n. 3/E del 26 febbraio 2018.

⁶⁸ La legge prevede che ciascuna persona fisica non può essere titolare di più di un PIR e ciascun PIR non può avere più di un titolare.

⁶⁹ Non è tuttavia previsto un arco temporale prefissato per il raggiungimento del "tetto" massimo complessivo.

-
- *vincolo di composizione*, in base al quale in ciascun anno di durata del piano, per un periodo pari almeno ai due terzi dell'anno stesso, i valori destinati al PIR devono essere investiti per almeno il 70% dell'importo complessivo in strumenti finanziari "qualificati"⁷⁰, vale a dire anche non negoziati nei mercati regolamentati o nei sistemi multilaterali di negoziazione, emessi da imprese residenti nel territorio dello Stato Italiano o in Stati UE o aderenti all'Accordo sullo spazio economico europeo con stabili organizzazioni nel territorio medesimo. Sono considerati investimenti qualificati anche le quote o azioni di O.I.C.R. residenti nei predetti Stati che investono per almeno il 70% dell'attivo negli strumenti finanziari in precedenza indicati (c.d. "O.I.C.R. PIR compliant")⁷¹. Il vincolo di investimento stabilito dalla norma impone altresì che nell'ambito di tali investimenti qualificati, una quota pari almeno al 30% (quindi almeno del 21% dell'importo originario) deve essere destinato a strumenti finanziari emessi da imprese non quotate nel FTSE MIB o in indici equivalenti di altri mercati regolamentati esteri;
 - in seguito all'entrata in vigore della Legge di Bilancio per il 2019⁷² (art. 1, comma 212), per i PIR costituiti a decorrere dal 1° gennaio 2019 la predetta quota del 70% deve essere investita, oltreché per la già prevista quota minima del 30% in strumenti finanziari di imprese diverse da quelle "quotate" comprese nei richiamati indici:
 - per almeno il 5% del valore (quindi almeno il 3,5% del patrimonio complessivo del piano) in strumenti finanziari ammessi alle negoziazioni sui sistemi multilaterali di negoziazione emessi da piccole e medie imprese, come definite dalla raccomandazione 2003/361/CE della Commissione, del 6 maggio 2003;
 - per almeno il 5% (quindi almeno il 3,5% del patrimonio complessivo del piano) in quote o azioni di Fondi per il Venture Capital⁷³ residenti in Italia o in Stati UE o aderenti all'Accordo sullo spazio economico europeo⁷⁴;
 - *vincolo di concentrazione*, in base al quale la quota del portafoglio destinata a strumenti emessi dallo stesso emittente o da altra società appartenente al medesimo gruppo ovvero detenuta in depositi e conti correnti, bancari e postali (*limite alla liquidità*), non può superare il 10%.

⁷⁰ Nell'ambito del quadro normativo in esame, è irrilevante se gli investimenti siano composti da strumenti di *equity* (azioni e quote di società) o da titoli rappresentativi di capitale di debito (es.: obbligazioni) dell'impresa.

⁷¹ Per la riconducibilità in tale categoria di O.I.C.R. anche della nuova tipologia di fondi comuni di investimento di tipo chiuso, denominati "European Long Term Investment Fund" ("ELTIF"), cfr. la risposta a interpello dell'Agenzia delle Entrate n. 97 del 5 aprile 2019.

⁷² Legge 30 dicembre 2018, n. 145.

⁷³ Questi ultimi sono gli organismi di investimento collettivo del risparmio che destinano almeno il 70% dei capitali raccolti in investimenti in favore di PMI non quotate residenti in Italia o in Stati UE o aderenti all'Accordo sullo spazio economico europeo con stabili organizzazioni nel territorio medesimo e che soddisfano almeno uno dei seguenti requisiti:

- a) non hanno operato in alcun mercato;
- b) operano da meno di sette anni dalla loro prima vendita commerciale;
- c) necessitano di un investimento iniziale per il finanziamento del rischio che, sulla base di un piano aziendale elaborato per il lancio di un nuovo prodotto o l'ingresso su un nuovo mercato geografico, è superiore al 50% del loro fatturato medio annuo negli ultimi cinque anni.

⁷⁴ Per le modalità e i criteri per l'attuazione di tali disposizioni, cfr. il D.M. 30 aprile 2019 recante la disciplina attuativa dei piani di risparmio a lungo termine (emanato dal Ministro dello sviluppo economico di concerto con il Ministro dell'economia e delle finanze).

Attesa la grande flessibilità dei PIR, giova sottolineare come all'interno degli stessi possano essere inseriti anche titoli di debito. Quale ulteriore agevolazione, è previsto infine che il trasferimento a causa di morte degli strumenti finanziari detenuti nel piano non è soggetto all'imposta sulle successioni e donazioni.

12. Titoli di debito e fallimento

Il tema della sorte dei titoli di debito emessi dalla s.r.l. a fronte del fallimento della società emittente trova un principale riferimento normativo all'art. 58 l.fall., il quale prevede che *«I crediti derivanti da obbligazioni e da altri titoli di debito sono ammessi al passivo per il loro valore nominale detratti i rimborsi già effettuati; se è previsto un premio da estrarre a sorte, il suo valore attualizzato viene distribuito tra tutti i titoli che hanno diritto al sorteggio»*⁷⁵.

La lettura della norma impone una prima riflessione sulla legittimità del detentore del titolo di debito a presentare domanda di ammissione al passivo, risiedendo questa nella natura dell'obbligazione sottostante al titolo, che, come chiarito, è quella di un "debito" della società.

In tal senso, la fattispecie è ascrivibile alla disciplina di cui all'art. 55 l.f. secondo cui tutti i debiti si considerano scaduti alla data del fallimento⁷⁶.

La presunzione *ex lege* di scadenza alla data del fallimento del credito riferibile al titolo, fa conseguire che la possibilità di presentare domanda di ammissione al passivo prescinde dalla data di effettiva scadenza negoziata al momento della sottoscrizione.

Quanto al soggetto legittimato a presentare la domanda di ammissione al passivo, si deve tenere conto delle regole di circolazione dei titoli di debito.

Sarà senz'altro legittimato a presentare la domanda colui che abbia sottoscritto in origine il titolo di debito e che ne sia ancora il possessore.

In ipotesi di successiva circolazione del titolo, se l'acquirente è un soggetto diverso dagli investitori professionali ovvero addirittura un socio della società, si dovrà avere riguardo al profilo di responsabilità che vincola il sottoscrittore successivo al primo prenditore del titolo. Suddetta disciplina non preclude all'acquirente la legittimità a proporre domanda di ammissione al passivo della società emittente. In ipotesi di escussione dell'obbligato in solido, quest'ultimo potrà insinuarsi in surroga al passivo fallimentare della società emittente.

La domanda di ammissione al passivo è genericamente regolamentata dall'art. 93 l.f., il quale dispone che il credito deve essere documentalmente provato⁷⁷. Nel caso di specie, la prova documentale può essere resa attraverso la produzione del documento cartaceo, ove esistente, ovvero attraverso la produzione - laddove il titolo sia dematerializzato - della relativa certificazione dall'intermediario (art. 31 D.Lgs. n. 213/1998).

⁷⁵ Stesse previsioni si rinvencono nell'art. 157 del D.Lgs. n. 14 del 12 gennaio 2019 ("Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza in attuazione della legge 19 ottobre 2017, n. 155").

⁷⁶ Cfr. art. 154, comma 2, D.Lgs. n. 14 del 12 gennaio 2019, "Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza in attuazione della legge 19 ottobre 2017, n. 155".

⁷⁷ Cfr. art. 201 D.Lgs. 155/2019.

Quanto al valore ammissibile, la norma prevede espressamente che il credito potrà essere ammesso nella misura del valore nominale del titolo, detratti i rimborsi già effettuati. La formulazione adottata dal legislatore non è chiara e ha dato adito a dubbi interpretativi. Ci si è chiesto se con la locuzione “rimborso” si intendesse far riferimento ai soli rimborsi di capitale, ovvero anche alla corresponsione di interessi intervenuta nel periodo. Si ritiene che la prima soluzione sia da preferirsi, essendo gli interessi stati erogati prima del fallimento a titolo di “corrispettivo” sul credito. Viceversa, è da escludersi che siano dovuti gli interessi successivi alla data di fallimento, alla luce della presunzione di scadenza anticipata del titolo, da cui consegue a norma di legge che la dichiarazione di fallimento sospende il corso degli interessi convenzionali o legali, agli effetti del concorso, fino alla chiusura del fallimento, a meno che i crediti non siano garantiti da ipoteca, da pegno o da privilegio.

Quanto detto consente di qualificare il credito come chirografario, non essendo comminato dalla legge alcun tipo di privilegio.

Infine, la disposizione fallimentare regola un ultimo aspetto che è quello relativo alla previsione di un premio da estrarre a sorte. Ai fini della *par condicio creditorum*, la norma prevede che il valore attualizzato del premio venga distribuito tra tutti i titoli che hanno diritto al sorteggio.

13. La collocazione dei titoli di debito

La disciplina dei titoli di debito introdotta dalla riforma organica del diritto societario del 2003 ha inteso rispondere ad una logica di riforma tesa ad ampliare gli strumenti di ricorso al credito alternativi al credito bancario.

Proseguendo su questa linea, il legislatore è tornato a regolamentare la materia, sia attraverso la reintroduzione delle c.d. “cambiali finanziarie”, sia attraverso l’ampliamento del novero degli strumenti di finanziamento per la s.r.l., rivolgendosi inizialmente alle società costituite come *startup innovative*, prevedendo la possibilità per queste ultime di emettere “strumenti finanziari partecipativi”⁷⁸.

Il tema è particolarmente delicato con riferimento alle startup che si costituiscono in adesione ad un modello di statuto e atto costitutivo standard, essendo invece necessaria una particolare previsione statutaria per l’emissione degli strumenti. A tal fine, l’art. 7 dello statuto standard prevede che la società *può* emettere titoli di debito nominativi. La clausola è espressamente prevista come opzionale e contempla sia i titoli di debito che gli strumenti finanziari.

Originariamente, i titoli di debito emessi dalle s.r.l. erano collocati sul mercato ExtraMot Pro, Segmento Professionale dell’ExtraMot di Borsa Italiana⁷⁹, attivo dal febbraio 2013, dedicato alla quotazione di obbligazioni, minibond, cambiali finanziarie, strumenti partecipativi, *infrastructure* e *project* bond, il cui valore di emissione deve essere inferiore a 50 milioni. I titoli di debito, inoltre, possono essere ammessi con l’indicazione di Green bonds e/o Social bonds su iniziativa di Borsa Italiana o su domanda

⁷⁸ E. Fregonara, *Strumenti di ricorso al capitale di credito e di rischio nelle società a responsabilità limitata innovative “chiuse”*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2017, fasc. 5, pt. 1, pp. 589-619.

⁷⁹ All’interno del quale è consentita la negoziazione ai soli investitori professionali.

dell'emittente laddove un soggetto terzo certifichi la natura ambientale e/o sociale dei progetti oggetto di finanziamento attraverso l'emissione di tali strumenti finanziari.

In relazione ai sottoscrittori dei titoli, l'apposito "Regolamento ExtraMot", nel definire gli investitori professionali, si riferisce ai soggetti di cui all'allegato II, parte 1 e 2 della direttiva 2004/39/CE ("MIFID"), che includono anche gli "investitori qualificati" ossia i soggetti di cui all'art. 100 del TUF⁸⁰.

Per ciò che concerne i requisiti delle imprese emittenti, è sufficiente che la società abbia pubblicato il bilancio degli ultimi due esercizi, di cui l'ultimo sottoposto a revisione contabile e l'aver messo a disposizione un documento informativo con alcune informazioni essenziali.

Ad oggi, con riferimento all'ambito soggettivo, i potenziali offerenti possono essere:

1. piccole e medie imprese come definite dall'art. 2 del Regolamento UE 2017/1129⁸¹, al cui interno sono ricomprese anche le nozioni di *start up* innovative e PMI innovative;
2. organismi di investimento collettivo del risparmio o altre società che investono prevalentemente in piccole e medie imprese.

Oltre ai requisiti dimensionali, giova sottolineare come sussistano altresì alcune condizioni relative alle performance dell'emittente e all'andamento del mercato (in termini di crescita, rischi finanziari, livello di concorrenza, ecc.).

Per ciò che concerne la procedura di collocamento dei titoli di debito, a testimonianza della flessibilità del mercato in questione e della volontà di semplificare le procedure, va rimarcato come non siano necessari il ricorso a uno sponsor o listing partner (per non gravare l'emittente di eccessivi costi accessori), né la pubblicazione di un prospetto di quotazione ai sensi della Direttiva Prospetti. Il set informativo di base è rappresentato da un apposito Documento di Ammissione, da redigere secondo quanto previsto all'interno dell'Allegato IX e XII al Regolamento (CE) 809/2014⁸², oltre all'informativa *price sensitive* e quella di carattere tecnico (cedole, date di pagamento degli interessi, piani di ammortamento, scadenze anticipate). Le principali informazioni da fornire riguardano:

- 1) persone responsabili;
- 2) fattori di rischio;
- 3) informazioni sull'emittente;
- 4) struttura organizzativa;
- 5) composizione del capitale societario;
- 6) informazioni finanziarie riguardanti le attività e passività, la situazione finanziaria

⁸⁰ Come spiegato nel testo, tale definizione, in forza del duplice rinvio all'art. 34-ter del Regolamento Emittenti (i.e. il Regolamento Consob n. 11971 del 14 maggio 1999) all'art. 35 del Regolamento Intermediari (i.e. il Regolamento Consob n. 20307 del 15 febbraio 2018) equivale a quella di "clienti professionali" prevista dalla disciplina MiFID2.

⁸¹ "Regolamento (UE) 2017/1129 Del Parlamento Europeo E Del Consiglio del 14 giugno 2017 relativo al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di titoli in un mercato regolamentato, e che abroga la direttiva 2003/71/CE".

⁸² Regolamento (CE) n. 809/2004 della Commissione del 29 aprile 2004 recante modalità di esecuzione della direttiva 2003/71/CE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le informazioni contenute nei prospetti, il modello dei prospetti, l'inclusione delle informazioni mediante riferimento, la pubblicazione dei prospetti e la diffusione di messaggi pubblicitari.

-
- 7) e i profitti e perdite dell'emittente;
 - 8) informazioni riguardanti gli strumenti finanziari;
 - 9) ammissioni alle negoziazioni e modalità di negoziazione.

Oltre a tali elementi, è necessario esplicitare altresì i principali fattori di rischio specifici della società (quali ad esempio, indebitamento eccessivo, contenziosi in corso, dipendenza da fornitori o clienti strategici, difficoltà nell'incassare crediti, tasso di cambio, ecc.), nonché quelli relativi al settore in cui opera l'emittente (ad esempio, andamento del mercato, ingressi di nuovi concorrenti, modifiche regolamentari, ecc.). Tale analisi, per la sua delicatezza e incisività sul buon esito dell'operazione di collocamento di titoli di debito, deve essere necessariamente effettuata da un soggetto in possesso di adeguate competenze nella redazione di business plan, nell'elaborazione di proiezioni economico-finanziarie e di *capital budgeting*, nell'analisi strategica, nella gestione dei rischi, e così via.

In relazione allo specifico caso di minibond, le s.r.l. che vogliono emetterli e quotarli su ExtraMOT PRO devono istituire un apposito "Registro dell'Emittente", all'interno del quale annotare l'ammontare degli strumenti emessi, il nominativo dei portatori (per i titoli nominativi), trasferimenti e vincoli.

In relazione ai minibond, l'emittente deve anche redigere il "Regolamento del Prestito", esplicitamente richiesto dal mercato ExtraMOT, che include i termini e le condizioni dello stesso, quindi informazioni come la natura, la forma, l'importo, il valore nominale dei titoli di debito emesso e le modalità e caratteristiche del pagamento degli interessi e del rimborso del capitale, oltre ai diritti dei portatori associati ai doveri dell'emittente. Successivamente alla quotazione, è richiesta la pubblicazione di bilanci annuali revisionati, dei giudizi di rating se pubblici, nonché le informazioni relative a qualsiasi modifica dei diritti dei portatori degli strumenti, ed informazioni relative a eventuali modifiche di carattere tecnico legate alle caratteristiche degli strumenti.

In relazione alla possibilità di circolazione e sottoscrizione dei titoli di debito, giova richiamare alcune ulteriori recenti modifiche normative. Il nuovo comma 1-ter dell'art. 100-ter del TUF, inserito con la Legge di Bilancio 2019⁸³ (art. 1, comma 238) apre alla possibilità di sottoscrivere anche obbligazioni o titoli di debito attraverso portali on-line, in una sezione diversa da quella in cui si svolge la raccolta del capitale di rischio, nei limiti stabiliti dal codice civile, agli investitori professionali e a particolari categorie di investitori eventualmente individuate dalla Consob.

Con riferimento, invece, agli strumenti finanziari potenzialmente oggetto di offerta, possono essere proposti attraverso i portali on-line: i) strumenti rappresentativi di capitale di rischio (quote/azioni); ii) quote di OICR che investono prevalentemente in piccole e medie imprese; iii) obbligazioni o strumenti finanziari di debito da parte delle piccole e medie imprese⁸⁴. Dal 16 settembre 2019, per titoli di debito emessi da società non quotate, PMI, o aventi un valore inferiore a 50 milioni⁸⁵, è stato introdotto un

⁸³ Legge 30 dicembre 2018, n. 145, "Bilancio di previsione dello Stato per l'anno finanziario 2019 e bilancio pluriennale per il triennio 2019-2021".

⁸⁴ L'art. 1, comma 5-novies del D.Lgs. 58/1998 è stato modificato in tal senso ad opera dell'art. 1, comma 236, della Legge di Bilancio 2019.

⁸⁵ Sono altresì inclusi gli strumenti finanziari emessi in relazione ad operazioni di cartolarizzazione aventi ad oggetto obbligazioni ed altri strumenti finanziari di debito emessi dalle sopra indicate categorie di società.

ulteriore segmento dell'ExtraMOT, vale a dire l'ExtraMOT PRO3, ad opera dell'Avviso di Borsa Italiana n.15933 26 Luglio 2019, che ha altresì modificato il previgente Regolamento.

L'ammissione dei titoli, anche in questo caso, è subordinata al deposito del bilancio (anche consolidato) dell'ultimo esercizio annuale sottoposto a revisione legale ai sensi del D.Lgs. 39/2010 e alla presentazione di un apposito prospetto informativo o un documento di ammissione, il cui contenuto è stato integrato prevedendo che lo stesso debba contenere:

- una sezione relativa all'impiego dei proventi (c.d. *use of proceeds*) in cui attesti che, a giudizio dell'emittente, il capitale circolante è sufficiente per le sue attuali esigenze operative;
- una dichiarazione dell'emittente che il documento di ammissione è stato sottoposto ad un'adeguata verifica in relazione alla sua completezza, coerenza e comprensibilità.

Per ciò che concerne platea degli operatori, il nuovo Regolamento conferma la necessità di poter ricevere ordini solo da Investitori Professionali.

In prima istanza, sono entrati a far parte del nuovo Segmento 157 strumenti emessi da 114 società, provenienti da 10 settori diversi e da 15 regioni italiane, per una raccolta complessiva di più di 5 miliardi di euro.

14. Conclusioni e proposte

A conclusione dell'analisi rivolta al sistema vigente si impongono alcune riflessioni di fondo e brevi considerazioni in una prospettiva di riforma della disciplina esaminata.

Con l'introduzione della possibilità di emettere titoli di debito il legislatore ha inteso facilitare l'accesso delle s.r.l. al mercato del credito realizzando una disintermediazione del sistema di finanziamento delle P.M.I., da sempre in Italia fortemente dipendenti dal credito bancario.

Come si è potuto esaminare, tale obiettivo è stato solo parzialmente raggiunto: le esigenze di tutela dei terzi hanno comportato l'introduzione di paletti nella individuazione dei potenziali sottoscrittori di titoli di debito, circoscritti agli investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale, categoria che ricomprende anche le banche ma che non si esaurisce con esse, sottoscrittori a cui carico è posta la garanzia *ex lege* per la solvenza della società.

Nel contesto del tema esaminato nel presente documento, giova sottolineare come appaia di sicuro rilievo la figura del commercialista quale consulente dell'azienda nelle diverse fasi del processo di espansione aziendale, per quanto riguarda gli aspetti strategici, di adeguata pianificazione finanziaria in relazione agli obiettivi da perseguire e di ricerca del mix più opportuno tra le diverse fonti disponibili: dall'esame degli andamenti storici delle risorse investite alla consulenza per la redazione dei business plan di sviluppo ed impiego delle attività, tramite anche le successive analisi ed il controllo di gestione, dalla definizione delle caratteristiche degli strumenti finanziari da utilizzare all'elaborazione del Documento di ammissione e al supporto all'azienda nei rapporti con il soggetto investitore.

Al fine di stimolare maggiormente la diffusione dei titoli di debito per le s.r.l., per ciò che concerne gli aspetti civilistici, potrebbe essere opportunamente valutata l'ipotesi di accordare agli investitori professionali precipui poteri di monitoraggio sull'iniziativa, così da compensare il regime di

responsabilità a cui essi sono esposti, regime, pertanto, che, alla luce delle considerazioni effettuate in precedenza, dovrebbe essere puntualizzato con maggior chiarezza. Ad ogni buon conto, qualsiasi modifica in tal senso non dovrebbe prescindere dalla adeguata ponderazione del rischio per i risparmiatori presso cui i titoli venissero collocati, essendo questi ultimi soggetti privi di specifica competenza. Con l'intento di garantire l'esistenza di particolari forme di tutela del risparmiatore, sempre in una prospettiva *de jure condendo*, si potrebbe allora prevedere per la società emittente l'obbligo di nomina di un organo di controllo o di un revisore legale.

Si potrebbe altresì individuare un meccanismo valutativo premiale per l'emittente rispetto all'investitore istituzionale, basato sulla predisposizione di una relazione di un professionista indipendente in ordine ad alcuni parametri relativi agli strumenti emessi (congruità dei tassi, sostenibilità finanziaria, solidità del business plan sottostante all'emissione).

Dal punto di vista fiscale, d'altro canto, si potrebbe intervenire prevedendo l'esclusione degli interessi passivi relativi a titoli di debito emessi dalle s.r.l. dai limiti di deducibilità previsti dell'art. 96 del TUIR al verificarsi di determinate condizioni (ad esempio, titoli di debito con scadenza di medio/lungo termine, destinazione delle somme ricevute al finanziamento di spese per investimento).