

I titoli di debito nella s.r.l.

di Angelo Busani

Innovando radicalmente rispetto al sistema previgente (ove la raccolta del capitale di debito mediante emissione di titoli era vietata)¹, incardinato su un netto distacco tra la società a responsabilità limitata e il mercato (e quindi sulla "condanna" della società a responsabilità limitata al credito bancario con la conseguenza di poter fare affidamento quasi esclusivamente sulle risorse dei propri soci), la riforma cerca invece di agevolare la ricerca e l'ottenimento di finanziamenti da parte della società a responsabilità limitata consentendole di «emettere titoli di debito» (art. 2483 c.c., d'ora innanzi, "Tdd"), e cioè di ricorrere alla tecnica cartolare per permettere la liquidazione del credito, incorporato nei Tdd, nel mercato secondario dei titoli che, in tal modo, si potrebbe originare; il tutto in ossequio al criterio direttivo di cui all'art. 3, 2° co., lett. g), l. n. 366/2001, secondo cui il legislatore delegato avrebbe dovuto «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».

Al fine di favorire l'erogazione di finanziamenti verso l'emissione di Tdd il legislatore ha conseguentemente disposto che il divieto di raccolta di risparmio presso il pubblico (attività vietata ai «soggetti diversi dalle banche»: art. 11, 2° co., d.lg. n. 385/1993) «non si applica» [art. 11, 4° co., lett. c), d.lg. n. 385/1993] «alle società, per la raccolta effettuata ai sensi del codice civile mediante obbligazioni, titoli di debito od altri strumenti finanziari»²; e inoltre che, trattandosi di titoli, come oltre si vedrà, destinati alla sottoscrizione di "investitori professionali", l'emissione dei Tdd rientra tra le fattispecie sottratte all'obbligo di offerta al pubblico [art. 100, 1° co., lett. a), d.lg. n. 58/1998]³.

¹ Secondo il previgente art. 2486 c.c., infatti, «alla società a responsabilità limitata non [era] consentita l'emissione di obbligazioni».

² La attuale versione di tale comma discende dall'art. 9.2, 1° co., lett. b), d.lg. 17.1.2003, n. 6, come inserito dall'art. 2, d.lg. 6.2.2004, n. 37.

³ Cfr. in tal senso CABRAS, in *Società di capitali, Commentario*, a cura di Niccolini, Stagno D'Alcontres, Napoli, 2004, 1701; LIBONATI, *Diritto commerciale*, Milano, 2005, 463; SPADA, *L'emissione dei titoli di debito nella "nuova" società a responsabilità limitata*, in *Riv. società*, 2003,

Peraltro, il primo decennio di applicazione dell'art. 2483 c.c. ha rivelato fondati i dubbi, formulati già all'indomani della riforma⁴, circa il prevedibile insuccesso di questo strumento, per la nota scarsa propensione delle banche a concedere credito e garanzie alle imprese medio-piccole: a fronte della presenza, in molti statuti di s.r.l., di clausole che abilitano l'emissione dei Tdd, sono invero pochissimi i casi in cui si è concretamente dato corso alla loro emissione. Di contro, non è mancato l'allarme circa l'utilizzo dei Tdd (mediante la loro girata ai soci della società emittente immediatamente dopo la sottoscrizione che ne abbia fatto l'investitore professionale destinatario dell'emissione) per perpetrare un possibile abuso, e cioè per mascherare, mediante l'emissione di Tdd, una "normale" operazione di "finanziamento soci", con il malcelato fine di evitare l'applicazione della postergazione nel rimborso del finanziamento sancita dall'art. 2467 c.c.⁵.

2. Il titolo di debito

La nozione di "titolo di debito" compare nell'art. 1, 1° co. *bis*, lett. *b*), d.lg. n. 58/1998, per il quale sono qualificabili come «valori mobiliari»⁶ (e cioè quali «valori che possono essere negoziati nel mercato dei capitali»), le «obbligazioni» e gli «altri titoli di debito, compresi i certificati di deposito relativi a tali titoli».

Da questa espressione legislativa si discende che le «obbligazioni» sono un *genus* della categoria «titoli di debito», della quale fanno evidentemente parte anche i Tdd delle società a responsabilità limitata⁷. Dal che può desumersi che

808.

⁴ Cfr., ad esempio, BANFI, DI PASQUALI, *Titoli di debito e riforma del diritto societario: alcune valutazioni critiche*, in *Analisi giur. econ.*, 2003, 407; e DEMURO, *Alcune osservazioni sui titoli di debito nelle s.r.l.*, in *Giust. civ.*, 2004, II, 519.

⁵ Cfr. in tal senso CABRAS, *op. cit.*, 1696, il quale esclude l'applicabilità dell'art. 2467 c.c. all'operazione di finanziamento effettuata mediante emissione dei titoli di debito; mentre la prevalenza della sostanza sulla forma viene invocata da CAMPOBASSO M., *Finanziamento del socio*, in *Banca borsa*, 2008, I, 443; e PRESTI, in *Comm. Benazzo, Patriarca*, Torino, 2006, 108.

⁶ I «valori mobiliari» sono «strumenti finanziari» [art. 1, 2° co., lett. *a*), d.lg. n. 58/1998] e, in particolare, «strumenti finanziari comunitari» [art. 93 *bis*, 1° co., lett. *a*), d.lg. n. 58/1998], i quali, se non sono «titoli di capitale» rientrano nella categoria degli «strumenti diversi dai titoli di capitale» [art. 93 *bis*, 1° co., lett. *c*), d.lg. n. 58/1998]. Per l'offerta al pubblico di strumenti finanziari comunitari si applicano gli artt. 93 ss., d.lg. n. 58/1998. Ai sensi dell'art. 129, 1° co., d.lg. n. 385/1993, la Banca d'Italia può richiedere a chi emette od offre strumenti finanziari segnalazioni periodiche, dati e informazioni a carattere consuntivo riguardanti gli strumenti finanziari emessi od offerti in Italia, ovvero all'estero da soggetti italiani, al fine di acquisire elementi conoscitivi sull'evoluzione dei prodotti e dei mercati finanziari. La qualificazione dei titoli di debito come «strumenti finanziari» si ricava pure dall'art. 11, 4° co., lett. *c*), d.lg. n. 385/1993.

⁷ I titoli di debito sono accomunati alle obbligazioni anche nell'art. 11, 4° co., d.lg. n. 385/1993, il quale sancisce che «Il divieto di raccolta del risparmio tra il pubblico non si applica: [...] c) alle società, per la raccolta effettuata ai sensi del codice civile mediante obbligazioni, titoli di debito od

i Tdd, così come le obbligazioni, sono la rappresentazione di una frazione standardizzata del credito alla restituzione di un finanziamento ricevuto dall'emittente⁸; in altri termini, sono titoli la cui emissione avviene *credendi causa*, e quindi per rappresentare il debito dell'emittente derivante dal ricevuto finanziamento e le condizioni del suo adempimento (e pertanto non si tratta di titoli emessi *solvendi causa*, e cioè in quanto l'emittente con essi paghi un prezzo o prometta o ordini di pagarlo, come accade per gli assegni e le cambiali)⁹. Peraltro, l'obbligazione e il titolo di debito differiscono sul punto che, mentre l'obbligazione è preordinata a una potenziale raccolta di risparmio presso il pubblico, il titolo di debito può essere oggetto di sottoscrizione limitata solo a soggetti qualificabili come "investitori professionali" (art. 2483, 2° co., c.c.) ed è possibile oggetto di circolazione nel mercato solo "a valle" di questi primi sottoscrittori professionali.

I Tdd sono pensati per essere titoli "di massa" (nel senso di essere emessi in occasione di una «operazione collettiva di finanziamento»¹⁰ e quindi in modo che ogni emissione abbia a oggetto una pluralità di titoli, da collocare, una volta sottoscritti da uno o più professionisti del mercato finanziario, su una pluralità di successivi investitori), come indirettamente dimostrato dalla norma per la quale le condizioni del prestito e le modalità di rimborso possano essere modificate «previo consenso della maggioranza dei possessori dei titoli» (art. 2483, 3° co., 2° periodo, c.c.); ciò che peraltro non impedisce l'emissione dei Tdd, nel caso concreto, a favore (anziché di una pluralità di sottoscrittori) di un unico finanziatore¹¹, poiché ciò che importa è che, a fronte del finanziamento, sia emessa una pluralità di titoli e che essi, ove il sottoscrittore lo voglia,

altri strumenti finanziari».

⁸ Cfr. in tal senso STELLA RICHTER, *I titoli di debito delle società a responsabilità limitata*, in *Riv. società*, 2005, 996.

⁹ Cfr. in tal senso ASSOCIAZIONE PREITE, *Il diritto delle società*, Bologna, 2004, 244; CARRARO, *Titoli di massa e nuovo diritto delle società*, Padova, 2005, 105; DEMURO, *op. cit.*, 520; GIANNELLI, *Le operazioni sul capitale nella società a responsabilità limitata*, in *La nuova disciplina delle società a responsabilità limitata*, a cura di Santoro, Milano, 2003, 277; LIBONATI, *Titoli di credito e strumenti finanziari*, Milano, 1993, 97; LUONI, in *Il nuovo diritto societario, Commentario*, diretto da Cottino, Bonfante, Cagnasso, Montalenti, Bologna, 2004, 1985; MARCHETTI, *Le obbligazioni*, in AA.VV., *Il nuovo ordinamento delle società*, Milano, 2003, 226; PORZIO, in *La riforma delle società*, III, a cura di Sandulli, Santoro, Torino, 2003, 229; PRESTI, RESCIGNO, *Corso di diritto commerciale*, II, Bologna, 2005, 228; SPADA, *op. cit.*, 803.

¹⁰ LIBONATI, *Titoli di credito*, cit., 97.

¹¹ Cfr. in tal senso GIANNELLI, in *Società a responsabilità limitata*, a cura di Bianchi, in *Comm. Marchetti, Bianchi, Ghezzi, Notari*, Milano, 2008, 1339; CAMPOBASSO M., *I titoli di debito delle s.r.l. tra autonomia patrimoniale e tutela del risparmio*, in *Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, III, Torino, 2006, 759; ma cfr. *contra* DESANA, *La sollecitazione all'investimento, i finanziamenti dei soci, i titoli di debito*, in *Le nuove s.r.l.*, a cura di Sarale, Bologna 2008, 198; e ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, in *Comm. Schlesinger*, Milano, 2010, 1772.

possano essere oggetto di autonoma e individuale circolazione¹².

I Tdd sono normalmente¹³ incorporati in un documento che ha le caratteristiche del "titolo di credito" "a legittimazione nominale", il quale può quindi essere confezionato sia nella forma del "titolo nominativo" che nella forma del "titolo all'ordine", e quindi soggetti alle relative regole di circolazione (artt. 2021 ss. c.c.)¹⁴; sul punto che la nominatività sarebbe necessaria affinché i Tdd permettano di individuare il loro sottoscrittore, che è il garante della solvenza dell'emittente ai terzi aventi causa del titolo¹⁵, si risponde che il problema non si pone in quanto sul titolo di debito deve essere riportata l'indicazione della garanzia (delibera C.i.c.r. n. 1058/2005, di cui oltre)¹⁶. Da quest'ultima considerazione (e dal rilievo che l'art. 2004 c.c. bensì vieta l'emissione di titoli al portatore che contengano l'obbligo di pagare una somma di denaro, ma che si tratterebbe di un divieto limitato ai soli titoli pagabili "a vista", tali, cioè da far concorrenza alle banconote) si traggono argomenti anche per l'ammissibilità di Tdd al portatore, peraltro contestata dalla opinione dominante¹⁷.

In particolare, si tratta di titoli di credito "causali" (in quanto connessi alla operazione di finanziamento che rappresenta il "sottostante" della loro emissione) e "a letteralità incompleta" (nel senso che essi devono essere riferiti, pur senza doverne riportare tutte le clausole, alle condizioni definite nel

¹² Cfr. nel senso che non si debba trattare di titoli di massa: DEMURO, *op. cit.*, 521; GIANNELLI, *Le operazioni sul capitale*, cit., 278; TASSINARI, *Il finanziamento della società mediante mezzi diversi dal conferimento*, in *La riforma delle società a responsabilità limitata*, a cura di Caccavale, Magliulo, Maltoni, Tassinari, Milano, 2003, 137. Reputano invece i Tdd come titoli necessariamente di massa: CABRAS, *op. cit.*, 1697; CARRARO, *op. cit.*, 45, 103, 117, 118 e 125; LIBONATI, *Diritto commerciale*, cit., 462; MARCHETTI, *op. cit.*, 226; PORZIO, in *La riforma delle società*, cit., 229; SPADA, *op. cit.*, 805.

¹³ Pare infatti consentito emettere titoli di debito anche nella forma di "titoli impropri" o di documenti di legittimazione non destinati alla circolazione: cfr. in tal senso ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, cit., 1770; STELLA RICHTER, *I titoli di debito*, cit., 998; SPADA, *op. cit.*, 805.

¹⁴ Sul punto se si possa trattare di titoli dematerializzati o di documenti che non hanno la natura di titoli di credito, e che quindi si sottraggono alle relative regole, cfr. Consiglio Nazionale del Notariato, Studio n. 5562/I, *I titoli di debito delle società a responsabilità limitata*, approvato dalla Commissione studi d'impresa il 31.3.2005, estensore Stella Richter jr.; nonché CIAN M., *Dematerializzazione*, in *Enc. Dir., Annali*, II, 2, Milano, 2008, 328; e GIANNELLI, in *Società a responsabilità limitata*, cit., 1350.

¹⁵ Cfr. in tal senso CABRAS, *op. cit.*, 1701; DEMURO, *op. cit.*, 524; SPADA, *op. cit.*, TASSINARI, *op. cit.*, 142.

¹⁶ Cfr. DALMARTELLO A., *La circolazione dei titoli di debito*, in *Commentario delle s.r.l.*, a cura di Dolmetta, Presti, 2011, 1010.

¹⁷ Cfr. sul punto CAMPOBASSO M., *I titoli di debito delle s.r.l.*, cit., 761; DESANA, *op. cit.*, 204; GIANNELLI, in *Società a responsabilità limitata*, cit., 1348; PATRIARCA S., *I titoli di debito della s.r.l. tra opportunità e problemi interpretativi*, Milano, 2005, 49; e STELLA RICHTER, *I titoli di debito*, cit., 999. L'inaammissibilità dei titoli di debito al portatore è sostenuta anche nella Massima I.J.2 del Comitato Interregionale dei Consigli Notarili delle Tre Venezie.

contesto della decisione della loro emissione, della quale, anche per questa ragione, è disposta la pubblicazione nel Registro delle Imprese)¹⁸; in altri termini, il titolare del Tdd subentra non in un credito astratto dalla vicenda dalla quale esso ha avuto origine ma in un credito dotato delle caratteristiche risultanti dalla decisione di emissione del titolo stesso e quindi dal conseguente contratto di finanziamento da cui i Tdd sono promanati.

I Tdd incorporano il diritto di credito al rimborso (caso per caso: in unica soluzione, a rate, in anticipo mediante sorteggio o mediante unilaterale decisione che l'emittente si è riservato in sede di deliberazione di emissione, postergato rispetto ad altri debiti dell'emittente¹⁹, eccetera) del finanziamento che ha dato origine ai Tdd stessi e – ove previsti, come normalmente accade – al pagamento dei relativi interessi (caso per caso: fissi, variamente indicizzati, rapportati all'andamento economico della società²⁰, pagabili tempo per tempo oppure con la formula dello *zero coupon* o "sconto di emissione" – e cioè consentendone la sottoscrizione per un prezzo inferiore al loro valore nominale – oppure, viceversa, con la formula dello *one coupon*, e cioè al momento del rimborso del titolo, eccetera); non pare possibile invece incorporare nei Tdd diritti partecipativi quali quelli spettanti agli strumenti di cui all'art. 2346 c.c., il quale detta una normativa non riprodotta nell'ambito delle norme che il codice civile destina alle società a responsabilità limitata e che dunque non si dovrebbe rendere applicabile al di fuori del perimetro della società per azioni²¹; né, stante l'identificazione del rapporto causale sottostante ai Tdd con un contratto di mutuo, pare possibile condizionare tempi ed entità del loro rimborso all'andamento economico della società, sulla falsariga di quanto disposto per gli strumenti finanziari di cui all'art. 2411, 3° co., c.c.²².

Controversa è l'attribuzione al sottoscrittore dei Tdd un diritto alla loro conversione in quote della s.r.l. emittente²³, caso nel quale evidentemente la

¹⁸ Cfr. in tal senso STELLA RICHTER, *I titoli di debito*, cit., 999.

¹⁹ Sulla possibilità di postergazione del rimborso dei titoli di debito cfr. CAMPOBASSO M., *I titoli di debito delle s.r.l.*, cit., 753; LUONI, *op. cit.*, 2001; e SPADA, *op. cit.*, 806.

²⁰ Lo ammettono ad esempio CAMPOBASSO M., *I titoli di debito delle s.r.l.*, cit., 754; e SPADA, *op. cit.*, 806.

²¹ Cfr. in tal senso ASSOCIAZIONE PREITE, *op. cit.*, 272; CABRAS, *op. cit.*, 1697; DEMURO, *op. cit.*, 521; TASSINARI, *op. cit.*, 137. Variamente ammettono invece l'incorporabilità di diritti partecipativi nei titoli di debito di s.r.l., FIMMANÒ, *Gli strumenti finanziari nella società a responsabilità limitata*, in *Banca borsa*, 2005, I, 103; GIANNELLI, in *Società a responsabilità limitata*, cit., 1340; e GUERRIERI, *I titoli di debito*, in *La società a responsabilità limitata*, a cura di Guidotti, Soldati, 2008, 199.

²² Cfr. in tal senso CAMPOBASSO M., *I titoli di debito delle s.r.l.*, cit., 753; GUERRIERI, *op. cit.*, 198; e ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, cit., 1778.

²³ Plausibile invece la convertibilità in azioni di una s.p.a. che la s.r.l. emittente, ad esempio, abbia già in portafoglio: cfr. in materia LUONI, *op. cit.*, 2011; e ZANARONE, *Della società a responsabilità*

deliberazione di emissione dovrebbe fare il paio con una deliberazione di aumento del capitale sociale della società emittente a servizio della futura conversione (ma, dato che i primi sottoscrittori dei Tdd devono necessariamente essere "investitori professionali" e, quindi, soggetti diversi dai soci, occorre escludere il diritto di opzione per i soci e concedere loro il diritto di recesso, ai sensi dell'art. 2481 *bis*, 1° co., c.c., a meno che gli "investitori professionali" sottoscrittori dell'emissione dei Tdd si impegnino di offrirli ai soci proporzionalmente al loro rispettivo diritto di opzione): in senso negativo milita la considerazione che la concessione di un diritto di conversione dei Tdd parrebbe contrastare con il divieto di offerta al pubblico delle quote di s.r.l. (di cui all'art. 2468, 1° co., c.c.) se il titolo di debito in cui quel diritto di conversione sia incorporato fosse destinato (anche a una solo potenziale) circolazione tra il pubblico²⁴; ma, in contrario, si osserva che l'emissione potrebbe anche essere organizzata in modo (ad esempio: limitandola a favore di un numero limitato di sottoscrittori) da escludere la verifica della fattispecie dell'offerta al pubblico²⁵, con ciò venendo meno l'argomento che suffraga la predetta opinione negativa.

3. L'affidamento della disciplina dei titoli di debito a una totale autonomia statutaria

Il legislatore non ha assoggettato l'emissione dei titoli di debito della società a responsabilità limitata, così come invece accade per le obbligazioni della società per azioni, a stringenti condizioni o limiti (per esempio, in tema di "quantità" di titoli emettibili, in rapporto al patrimonio netto della società emittente), preferendo invece rimettere totalmente all'autonomia statutaria la regolamentazione dell'emissione dei Tdd; infatti, secondo la legge di riforma, l'atto costitutivo (e/o lo statuto) della società a responsabilità limitata (art. 2483, 1° co., c.c.), oltre a dover stabilire a quale organo sia attribuita la competenza a decidere l'emissione dei titoli di debito (e cioè se essa spetti agli amministratori

limitata, cit., 1798.

²⁴ Cfr. in tal senso DEMURO, *op. cit.*, 522; LIBONATI, *Diritto commerciale*, cit., 463; SPADA, *op. cit.*, 806; TASSINARI, *op. cit.*, 137. Ammettono, a varie condizioni, la convertibilità dei Tdd in quote della s.r.l. emittente ASSOCIAZIONE PREITE, *op. cit.*, 272; BARTALENA, in *Società di capitali*, *Commentario*, a cura di Niccolini, Stagno D'Alcontres, III, Napoli, 2004, 1648; CABRAS, *op. cit.*, 1697; PICONE, in *Codice commentato delle nuove società*, a cura di Bonfante, Corapi, Marziale, Rordorf, Salafia, Milano, 2004, 1120; RESCIGNO, *La nuova società a responsabilità limitata*, in *Il nuovo diritto delle società di capitali e delle società cooperative*, a cura di Rescigno, Sciarone Alibrandi, Milano, 2004, 287. L'emissione di titoli di debito convertibili è contestata anche nella massima intitolata *Trasformazione (fusione e scissione) di s.p.a. che ha emesso obbligazioni in s.r.l.* emanata dal Consiglio Notarile di Firenze il 21.9.2011.

²⁵ Cfr. in tal senso CAMPOBASSO M., *I titoli di debito delle s.r.l.*, cit., 786; GIANNELLI, in *Società a responsabilità limitata*, cit., 1341; LUONI, *op. cit.*, 2002; PORZIO, *La società a responsabilità limitata e il mercato finanziario*, in *Riv. società*, 2004, 1193; e ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, cit., 1823.

o ai soci), può stabilire inoltre «gli eventuali limiti, le modalità e le maggioranze necessarie per la decisione».

La ragione della totale rimessione di questa materia all'autonomia statutaria risiede nella considerazione che, mentre l'emissione delle obbligazioni di società per azioni si interfaccia direttamente con il mercato, nel caso della società a responsabilità limitata (che è una struttura societaria "chiusa" per definizione, e con una "chiusura" non rimuovibile: art. 2468, 1° co., c.c.) il *bypass* con il mercato è stato ideato dal legislatore nell'obbligatoria interposizione (tra la società e il mercato, appunto) di un soggetto capace, per sua caratteristica professionale, da un lato, di giudicare, la "bontà" della società emittente e "l'appetibilità" del prestito emesso e, dall'altro lato, di garantire comunque il mercato in caso di circolazione dei titoli di debito emessi dalla società a responsabilità limitata; in altri termini, una soluzione che cerca di rimediare alle «asimmetrie informative tra emittenti e investitori»²⁶.

È dunque per queste considerazioni che la legge non pone condizioni o limiti per le emissioni di titoli di debito da parte delle società a responsabilità limitata: imponendo (art. 2483, 2° co., c.c.) non solo che il prestito debba essere sottoscritto unicamente da «investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale», ma anche che «in caso di successiva circolazione dei titoli di debito, chi li trasferisce risponde della solvenza della società nei confronti degli acquirenti», la legge confida più sulle valutazioni da effettuarsi caso per caso a opera dell'investitore professionale personalmente coinvolto in prima linea nella vicenda dell'emissione, che sulla definizione aprioristica di "paletti" all'emissione, valevoli per qualsiasi caso si presenti nella pratica operativa.

In sostanza, se l'investitore professionale del caso concreto sottoscrive i titoli di debito emessi dalla società a responsabilità limitata rischia in quell'affare il proprio patrimonio; se poi le obbligazioni circolino, accanto alla sua responsabilità patrimoniale (per la solvenza dell'emittente, a garanzia del proprietario del titolo), si cumula pure la sua responsabilità "morale" derivante dalla garanzia che quell'investitore ha dato al mercato per la solvenza dell'emittente; mercato che dunque, se fosse "tradito", difficilmente in futuro farebbe tranquillo affidamento sulla parola di quello stesso investitore professionale. Ecco dunque perché è molto meglio l'analisi del singolo prestito emesso dalla singola società a responsabilità limitata da parte di un investitore professionale, piuttosto che l'asettico rispetto, da parte della società emittente, di regole di legge delimitanti le emissioni di titoli di debito che qualsiasi società potrebbe mettere sul mercato ove rispettasse gli astratti presupposti che fossero

²⁶ PERRONE, *Società a responsabilità limitata e mercati dei capitali*, in *Commentario delle s.r.l.*, a cura di Dolmetta, Presti, 2011, 994. Cfr. pure CAMPOBASSO M., *I titoli di debito delle s.r.l.*, cit., 771; PORZIO, *La società a responsabilità limitata*, cit., 1194; SPADA, *op. cit.*, 804; PRESTI, RESCIGNO, *Corso di diritto commerciale*, II, *Società*, Bologna, 2009, 238; ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, cit., 1800.

stabiliti *ex lege* una volta per tutte.

Quanto all'individuazione dei soggetti che abbiano la qualifica di «investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale» non pare esserne una specifica definizione legislativa: indizi si possono però trarre dall'art. 11, 4° co. *quinquies*, d.lg. n. 385/1993, per il quale «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» e dall'art. 100, 1° co., lett. *a*), d.lg. n. 58/1998, che detta l'inapplicabilità delle norme sulle offerte al pubblico per quelle offerte che siano rivolte a «investitori qualificati» [nozione definita dall'art. 34 *ter*, 1° co., lett. *b*), Reg. Consob n. 11971/1999, il quale, a sua volta, rimanda all'art. 26, 1° co., lett. *d*), Reg. Consob n. 16190/2007]. Ebbene, estraendo dagli «investitori qualificati» dell'art. 26, Reg. Consob n. 16190/2007, nonché dagli «operatori qualificati» di cui all'art. 31, 2° co., Reg. Consob n. 11522/1998, quelli che sono sottoposti a un controllo di consistenza e stabilità patrimoniale, il perimetro dovrebbe essenzialmente comprendere²⁷ le banche, le Sim [e, più in generale, le "imprese di investimento" di cui all'art. 1, 1° co., lett. *h*), d.lg. n. 58/1998], le Sgr²⁸, le Sicav e le compagnie di assicurazione nonché²⁹ le "società finanziarie" di cui all'art. 59, d.lg. n. 385/1993, le fondazioni bancarie e i fondi pensione.

Occorre infine riflettere sul problema che si porrebbe in caso di emissione di Tdd che non siano sottoscritti da investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale: sembra potersi ritenere che si tratterebbe di una deliberazione invalida³⁰ e che ci si troverebbe in una situazione nella quale il sottoscrittore potrebbe pretendere l'immediato rimborso del finanziamento (così come, d'altro lato, la società emittente potrebbe pretendere di non essere vincolata alle condizioni di remunerazione del prestito e del suo rimborso quali delineate nella deliberazione di emissione). Resta il problema della circolazione dei titoli "a valle" del primo sottoscrittore: pare che il primo sottoscrittore, seppur non si tratti di un investitore professionale soggetto a vigilanza prudenziale, risponda della solvenza dell'emittente verso i successivi aventi causa del titolo di

²⁷ Cfr. in tal senso STELLA RICHTER, *I titoli di debito*, cit., 1004.

²⁸ Ma, con riguardo alle Sgr, la Banca d'Italia ha statuito (*Bollettino di Vigilanza*, n. 6/2004, 6), che «Per quanto concerne le società di gestione del risparmio, avuto presente l'esclusività dell'oggetto sociale e le caratteristiche dell'attività svolta, si ritiene che le stesse non possano rispondere della solvenza delle società emittenti i titoli in questione».

²⁹ Cfr. in tal senso PORTALE G.B., *L'emissione dei titoli di debito e la rilevanza delle vicende sociali*, in *Commentario delle s.r.l.*, a cura di Dolmetta, Presti, 2011, 1003.

³⁰ Di nullità del contratto concluso tra società emittente e sottoscrittore, per violazione di norme imperative attinenti l'interesse pubblico alla tutela del risparmio, si parla in CAMPOBASSO M., *I titoli di debito delle s.r.l.*, cit., 774; e ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, cit., 1801.

debito³¹.

4. La decisione di emissione dei titoli di debito

La decisione di emissione dei Tdd è adottabile solo «se l'atto costitutivo lo prevede» (art. 2483, 1° co., c.c.), con la conseguenza che, se i Tdd siano emessi in mancanza di detta previsione, l'emissione sarebbe *sine titulo* e pertanto, da un lato, il sottoscrittore potrebbe in ogni momento pretendere la restituzione del finanziamento corrisposto alla società emittente e la società emittente potrebbe pretendere di non eseguire alcuna prestazione se non la restituzione di quanto ricevuto³². Per «atto costitutivo» si intende, evidentemente, sia l'atto costitutivo "propriamente detto" (e cioè l'atto che dà vita alla società), sia lo statuto³³ e, altrettanto evidentemente, può trattarsi di una previsione contenuta nello statuto fin dall'origine oppure successivamente introdotta³⁴; se la previsione di emissione dei Tdd non sia contenuta nello statuto adottato in sede di atto costitutivo, ma vi sia successivamente inserita, tale inserimento può essere effettuato in uno³⁵ con la decisione di emissione dei Tdd che sia assunta, di conseguenza, nel medesimo contesto³⁶.

Lo statuto (o l'atto costitutivo) non solo devono prevedere l'emissione dei Tdd ma pure attribuire «la relativa competenza ai soci o agli amministratori» (art. 2483, 1° co., c.c.); ove manchi la designazione dell'organo competente alla decisione di emissione, lungi dal ritenere che si possa in tal caso trattare di un'emissione illegittima³⁷, ci si deve piuttosto interrogare se la decisione possa

³¹ Cfr. in tal senso Consiglio Nazionale del Notariato, Studio n. 5562/I, *I titoli di debito delle società a responsabilità limitata*, approvato dalla Commissione studi d'impresa il 31.3.2005, estensore Stella Richter jr.

³² Cfr. in tal senso CABRAS, *op. cit.*, 1694; CARRARO, *op. cit.*, 103; DEMURO, *op. cit.*, 522; LIBONATI, *Diritto commerciale*, cit., 461; SPADA, *op. cit.*, 807; TASSINARI, *op. cit.*, 140.

³³ Cfr. in tal senso CABRAS, *op. cit.*, 1694, nt. 12; PORZIO, in *La riforma delle società*, cit., 229, nt. 12; SPADA, *op. cit.*, 809, nt. 14; STELLA RICHTER, *Società a responsabilità limitata. Disposizioni generali. Conferimenti. Quote*, in AA.VV., *Diritto delle società. Manuale breve*, Milano, 2005, 277.

³⁴ Cfr. in tal senso CABRAS, *op. cit.*, 1694; TASSINARI, *op. cit.*, 141.

³⁵ Cfr. in tal senso Consiglio Nazionale del Notariato, Studio n. 5562/I, *I titoli di debito delle società a responsabilità limitata*, approvato dalla Commissione studi d'impresa il 31.3.2005, estensore Stella Richter jr.

³⁶ Si veda oltre sul punto se all'emissione dei Tdd possa procedersi solo dopo che la deliberazione modificativa sia stata iscritta nel Registro delle Imprese: in tal senso CABRAS, *op. cit.*, 1694; e CAMPOBASSO M., *I titoli di debito delle s.r.l.*, cit., 768.

³⁷ Cfr. invece, nel senso della nullità di una siffatta clausola, CAMPOBASSO M., *I titoli di debito delle s.r.l.*, cit., 756.

essere assunta indifferentemente dai soci o dagli amministratori³⁸ oppure se, come meglio parrebbe, dai soli amministratori³⁹, e ciò sia perché – in linea generale – la decisione di emissione è un atto propriamente gestorio⁴⁰ sia perché – in particolare – «i soci decidono sulle materie riservate alla loro competenza dall'atto costitutivo» (art. 2479, 1° co., c.c.), con la conseguenza che, non essendo la decisione di emissione dei Tdd rimessa ai soci dall'atto costitutivo, giocoforza essa competerebbe agli amministratori. È invece «sicuramente ammissibile»⁴¹ una previsione statutaria per la quale ai soci (che siano attributari della competenza all'emissione dei Tdd) sia concesso di delegare l'emissione all'organo amministrativo⁴².

Oltre a individuare l'organo competente all'emissione dei Tdd, la clausola in questione potrebbe stabilire «le modalità e le maggioranze necessarie per la decisione» (art. 2483, 1° co., c.c.), e così stabilire, ad esempio: che la decisione sia necessariamente collegiale oppure adottabile con il consenso del consenso espresso per iscritto o della consultazione scritta; che occorra un particolare quorum costitutivo o deliberativo fino a richiedere un voto unanime dell'organo attributario della decisione⁴³; che l'adozione della decisione sia subordinata al consenso di un singolo socio, quale suo "particolare diritto" ai sensi dell'art. 2468, 3° co., c.c.⁴⁴; che la decisione venga assunta con verbalizzazione per atto pubblico notarile⁴⁵; che la decisione di emissione dei Tdd attivi un obbligo di nomina del collegio sindacale⁴⁶. In mancanza:

a) se si tratti di decisione dell'organo amministrativo (ed esso sia a composizione pluripersonale), la decisione di emissione può essere assunta o

³⁸ Cfr. in tal senso ASSOCIAZIONE PREITE, *op. cit.*, 274; CABRAS, *op. cit.*, 1694, nt. 16; DEMURO, *op. cit.*, 523, nt. 19.

³⁹ Cfr. in tal senso LUONI, *op. cit.*, 1990, nt. 16; TASSINARI, *op. cit.*, 141. Nel senso invece che la competenza sarebbe dei soci, in ragione del loro ruolo di preminenza nell'organizzazione della s.r.l., cfr. CAGNASSO, *La società a responsabilità limitata*, in *Tratt. Cottino*, V, Padova, 2007, 357.

⁴⁰ Cfr. in tal senso GIANNELLI, in *Società a responsabilità limitata*, cit., 1344; e ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, cit., 1788.

⁴¹ Consiglio Nazionale del Notariato, Studio n. 5562/I, *I titoli di debito delle società a responsabilità limitata*, approvato dalla Commissione studi d'impresa il 31.3.2005, estensore Stella Richter jr.

⁴² Cfr. in tal senso CABRAS, *op. cit.*, 1596; DEMURO, *op. cit.*, 523, nt. 20; LUONI, *op. cit.*, 1991; TASSINARI, *op. cit.*, 141; ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, cit., 1784, nt. 38.

⁴³ Cfr. in tal senso CAMPOBASSO M., *I titoli di debito delle s.r.l.*, cit., 766.

⁴⁴ Cfr. in tal senso CAMPOBASSO M., *I titoli di debito delle s.r.l.*, cit., 768.

⁴⁵ Ai sensi dell'art. 2483, 3° co., c.c., la decisione di emissione dei Tdd deve iscritta nel Registro delle Imprese, ma non occorre che sia verbalizzata da notaio: cfr. in tal senso CABRAS, *op. cit.*, 1695; DEMURO, *op. cit.*, 523; LUONI, *op. cit.*, 1990; PORTALE G.B., *op. cit.*, 1003; TASSINARI, *op. cit.*, 143. Nel senso che occorrerebbe l'atto pubblico notarile cfr. invece PICONE, *op. cit.*, 1120.

⁴⁶ Cfr. in tal senso ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, cit., 1785, nt. 40.

collegialmente o (ricorrendone i presupposti: art. 2475, 4° co., c.c.) mediante consultazione scritta o sulla base del consenso espresso per iscritto; ma è possibile che i soci, ai sensi dell'art. 2479, 1° co., c.c., avochino a sé la decisione, se lo richiedano uno o più amministratori o un numero di soci che rappresentino almeno un terzo del capitale sociale⁴⁷;

b) se si tratti di decisione dei soci, anche in questo caso la decisione è collegiale, a meno che l'atto costitutivo non preveda che le decisioni dei soci possano essere adottate mediante consultazione scritta o sulla base del consenso espresso per iscritto (art. 2479, 3° e 4° co., c.c.).

In ogni caso, trattandosi di una decisione (dei soci o degli amministratori) che deve essere iscritta nel Registro delle Imprese (art. 2483, 3° co., c.c.), si deve trattare di una decisione risultante da un atto redatto in forma scritta⁴⁸. L'obbligo pubblicitario grava sugli amministratori (art. 2483, 3° co., c.c.); dato che la legge non detta il termine entro il quale tale obbligo deve essere eseguito, si ritiene per analogia applicabile il termine di trenta giorni di cui agli artt. 2436, 1° co., c.c., 2410, 2° co., c.c., e 2480 c.c.⁴⁹. La norma di cui all'art. 2483 c.c. non pare attribuire efficacia costitutiva a tale pubblicità, né contiene alcun rinvio all'art. 2436, 5° co., c.c.: pertanto, appare eccessivo derivare un divieto di emissione dei Tdd prima dell'iscrizione della deliberazione di emissione nel Registro delle Imprese⁵⁰.

Il documento contenente il titolo di debito, dopo l'intitolazione quale "titolo di debito", deve indicare la denominazione della società emittente (e i suoi dati "anagrafici"), il valore nominale complessivo dell'emissione, il valore nominale del titolo, la decisione di emissione (dalla quale si ricavano le condizioni del prestito) e la firma dell'amministratore della società emittente che sia stato delegato alle operazioni di emissione. Inoltre, ai sensi dell'art. 5, 2° co., delibera C.i.c.r. 19.7.2005, n. 1058⁵¹, il titolo deve enunciare «L'identità del garante e

⁴⁷ Cfr. in tal senso GUERRIERI, *op. cit.*, 200; e ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, cit., 1788, nt. 46.

⁴⁸ Cfr. in tal senso STELLA RICHTER, *I titoli di debito*, cit., 994; e ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, cit., 179.

⁴⁹ Cfr. in tal senso ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, cit., 1791.

⁵⁰ Nel senso della natura costitutiva della pubblicità nel Registro delle Imprese cfr. invece GUERRIERI, *op. cit.*, 202; e STELLA RICHTER, *I titoli di debito*, cit., 995. L'opinione che l'emissione dei Tdd non possa avvenire prima dell'iscrizione della delibera di emissione nel Registro delle Imprese è propria anche del Consiglio Nazionale del Notariato, Studio n. 5562/I, *I titoli di debito delle società a responsabilità limitata*, approvato dalla Commissione studi d'impresa il 31.3.2005, estensore Stella Richter jr. Sostengono invece la natura dichiarativa di questa pubblicità, e cioè il suo rilievo solo ai fini dell'opponibilità della decisione ai terzi di buona fede, *ex art.* 2193 c.c., GIANNELLI, in *Società a responsabilità limitata*, cit., 1347; e ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, cit., 1791, nt. 51.

⁵¹ Intitolata «Raccolta del risparmio da parte di soggetti diversi dalle banche» e pubblicata nella

l'ammontare della garanzia», vale a dire il nominativo dell'investitore professionale che ne sia il primo sottoscrittore e l'importo da esso sottoscritto.

Sempre per effetto dell'art. 5 di detta delibera C.i.c.r. n. 1058/2005 e come confermato nelle "Istruzioni di Vigilanza per le Banche" emanate dalla Banca d'Italia, i titoli di debito debbono avere un «taglio minimo unitario non inferiore a euro 50.000»⁵², ponendosi di conseguenza il tema dell'illegittimità dell'emissione di Tdd di valore nominale inferiore al predetto taglio minimo⁵³.

5. La circolazione dei titoli di debito

Come già osservato, i Tdd «possono essere sottoscritti soltanto da investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale» e, in caso in cui questi investitori professionali collochino i titoli sul mercato, essi inderogabilmente⁵⁴ rispondono «della solvenza della società nei confronti degli acquirenti che non siano investitori professionali ovvero soci della società medesima» (art. 2483, 2° co., c.c.). Previsione analoga (fatta eccezione per il caso che acquirente dell'obbligazione sia un socio dell'emittente) compare nell'art. 2412, 2° co., c.c. per il caso di emissione di obbligazioni in eccedenza rispetto al limite di cui al 1° comma del medesimo art. 2412 c.c.

Parlando di responsabilità «nei confronti degli acquirenti», la norma in questione solleva il dubbio se alla garanzia della solvenza dell'emittente sia tenuto solamente il primo sottoscrittore⁵⁵ oppure, ipotizzando una "catena" di trasferimenti, a tale garanzia sia tenuto chiunque li trasferisca (e cioè chiunque sia divenuto avente causa del titolo, a prescindere dalla sua qualità di investitore professionale soggetto a vigilanza prudenziale)⁵⁶ oppure solo il soggetto che, in tale catena, abbia la qualifica (non di "investitore professionale" *tout court*⁵⁷,

Gazzetta Uff. 13.5.2005, n. 188.

⁵² Circ. Banca d'Italia 21.4.1999, n. 229 come successivamente modificata, Titolo IX, Capitolo 2, Sezione IV, Paragrafo 2.

⁵³ È bene ricordare che l'art. 11, d.lg. n. 385/1993, dopo aver sancito il divieto di raccolta del risparmio tra il pubblico ai soggetti diversi dalle banche, esclude da tale divieto «la raccolta effettuata ai sensi del codice civile mediante [...] titoli di debito»; e che, ai sensi del successivo art. 130, 1° co., «Chiunque svolge l'attività di raccolta del risparmio tra il pubblico in violazione dell'art. 11 è punito con l'arresto da uno a tre anni e con l'ammenda da euro 12.911 a euro 51.645».

⁵⁴ Cfr. in tal senso SANTOSUOSSO, *Il nuovo diritto societario. I principi della legge delega e le linee guida della riforma*, Milano, 2003 (suppl. al n. 6/2003 di *Dir. e giustizia*), 110.

⁵⁵ Cfr. in tal senso AULETTA, SALANITRO, *Diritto commerciale*, Milano, 2003, 275; BANFI, DI PASQUALI, *op. cit.*, 409; CORSI, *Le nuove società di capitali*, Milano, 2003, 263; CAMPOBASSO G.F., *La riforma delle società di capitali e delle cooperative*, Torino, 2004, 195; ZANARONE, in AA.VV., *Diritto commerciale*, Bologna, 2004, 303.

⁵⁶ Cfr. in tal senso CARRARO, *op. cit.*, 105; TASSINARI, *op. cit.*, 139.

⁵⁷ Come si vorrebbe da CABRAS, *op. cit.*, 1702; LIBONATI, *Diritto commerciale*, cit., 464; e SCIUTO,

ma) di "investitore professionale soggetto a vigilanza prudenziale"; quest'ultima appare invero essere la soluzione di maggiore equilibrio tra il dato letterale della legge e la sua finalità⁵⁸. Tale soggetto risponde dunque sia verso il suo diretto avente causa sia verso ogni successivo avente causa⁵⁹ che non sia un investitore professionale soggetto a vigilanza prudenziale ovvero un socio della società emittente.

La garanzia del primo sottoscrittore opera (come se fosse una girata cambiaria, *ex art. 19, 1° co., l. camb.*) per l'intero credito rappresentato dal titolo⁶⁰ e non (come sarebbe se si rendesse applicabile l'art. 1267, 1° co., c.c.) nei limiti dell'importo ricevuto per la cessione del titolo⁶¹, e ciò per la semplice considerazione che, rispondendo il primo sottoscrittore verso chiunque sia giratario del titolo, non sarebbe plausibile la limitazione della garanzia all'importo ricevuto dal primo sottoscrittore che è somma bensì nota al suo diretto avente causa ma che è ignota a ogni successivo giratario.

È ovviamente ammissibile che l'emissione dei Tdd venga garantita dalla s.r.l. emittente (ad esempio: con fideiussione o con ipoteca su beni di sua proprietà) o da un terzo garante⁶², cosicché l'investitore professionale che ne sottoscrive l'emissione tragga da ciò una contro-garanzia nel caso in cui sia chiamato a rispondere della solvenza dell'emittente da un suo avente causa o da un successivo giratario.

Come detto, la garanzia della solvenza dell'emittente non spetta agli acquirenti dei titoli di debito che rientrino nelle due seguenti categorie:

a) i soggetti che siano «investitori professionali» (dalla qualità professionale di questo acquirente deriva invero l'assunzione in proprio del rischio del finanziamento)⁶³;

in *La riforma delle società di capitali e cooperative*, a cura di Starola, Milano, 2003, 203.

⁵⁸ Cfr. in tal senso CAMPOBASSO M., *I titoli di debito delle s.r.l.*, cit., 777; e Consiglio Nazionale del Notariato, Studio n. 5957/I, *Titoli di debito: regime di responsabilità e limiti nella circolazione*, approvato dalla Commissione studi d'impresa il 12 novembre 2005, estensori Dolzani e Corso.

⁵⁹ Cfr. in tal senso BARTALENA, *Le nuove tipologie di strumenti finanziari*, in *Banca borsa*, 2004, I, 295; CARRARO, *op. cit.*, 115; CORSI, *op. cit.*, 263; SANTORO, *Garanzia della solvenza della società a responsabilità limitata in caso di circolazione dei titoli di debito*, in *Dir. banca e mercato fin.*, 2004, I, 509; TASSINARI, *op. cit.*, 140.

⁶⁰ Cfr. in tal senso DEMURO, *op. cit.*, 527; LIBONATI, *Diritto commerciale*, cit., 463; LUONI, *op. cit.*, 1996; PIETRAFORTE, in *La riforma del diritto societario*, VIII, a cura di Lo Cascio, Milano, 2003, 324; SPADA, *op. cit.*, 807.

⁶¹ Come si vorrebbe da CABRAS, *op. cit.*, 1702; CARRARO, *op. cit.*, 46, 107, 114; PICONE, *op. cit.*, 1121; SANTORO, *op. cit.*, 512; TASSINARI, *op. cit.*, 143.

⁶² Cfr. in tal senso LUONI, *op. cit.*, 1989.

⁶³ Cfr. in tal senso DALMARTELLO A., *op. cit.*, 1011.

b) i soci⁶⁴ della società emittente⁶⁵, per l'evidente ragione che non c'è bisogno che essi siano garantiti dell'insolvenza della loro stessa società⁶⁶.

La garanzia per la «solvenza» comporta che essa non sia attivabile qualora «la mancata realizzazione del credito» sia «dipesa da negligenza del cessionario nell'iniziare o nel proseguire le istanze contro il debitore stesso» (art. 1267, 2° co., c.c.)⁶⁷.

6. Modifiche delle condizioni del prestito e vicende societarie

In assenza di una previsione dello statuto della società emittente o della deliberazione di emissione dei Tdd che (ai sensi dell'art. 2483, 3° co., 2° periodo, c.c.) istituisca⁶⁸ e disciplini l'organizzazione dei proprietari dei Tdd (ad esempio con la previsione di loro sessioni decisionali a carattere collegiale e con la definizione dei relativi quorum)⁶⁹, qualora si tratti di dar corso a una qualsiasi modifica delle condizioni del prestito (e dunque anche al suo anticipato rimborso) appare imprescindibile l'unanime consenso dei proprietari dei Tdd stessi⁷⁰. Peraltro, anche quando la decisione sulle modifiche sia affidata a un voto a maggioranza, occorrerebbe pur sempre l'unanimità se si trattasse di deliberare in ordine al «diritto alla restituzione dell'apporto», ai «caratteri strutturali del titolo» (ad esempio: la trasformazione del rapporto cartolare in un

⁶⁴ Nel caso di titolo di debito acquistato da un erede o da un legatario per successione *mortis causa*, per la qualità, o meno, di socio si fa ovviamente riferimento al *de cuius*: cfr. in tal senso Consiglio Nazionale del Notariato, Studio n. 5957/I, *Titoli di debito: regime di responsabilità e limiti nella circolazione*, approvato dalla Commissione studi d'impresa il 12.11.2005, estensori Dolzani e Corso.

⁶⁵ Sono quelli che tali siano all'atto dell'acquisto del titolo, essendo irrilevante sia l'acquisto della qualità di socio successiva all'acquisto del titolo di debito, sia la perdita della qualità di socio posteriore a detto acquisto: cfr. DESANA, *op. cit.*, 207; GIANNELLI, in *Società a responsabilità limitata*, cit., 1360; e ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, cit., 1809.

⁶⁶ Cfr. in tal senso DESANA, *op. cit.*, 205; e ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, cit., 1808.

⁶⁷ Cfr. sul punto ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, cit., 1811.

⁶⁸ Sul punto che, in assenza di indicazioni normative in tal senso, non occorre necessariamente dar vita a una organizzazione di categoria dei proprietari dei Tdd, similmente a quanto disposto per gli obbligazionisti di società per azioni, cfr. CAMPOBASSO M., *I titoli di debito delle s.r.l.*, cit., 770; PATRIARCA S., *op. cit.*, 77; e ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, cit., 1815.

⁶⁹ Preferibile ritenere che si voti per quote: cfr. in tal senso CARRARO, *op. cit.*, 121; e PICONE, *op. cit.*, 1121; mentre sostengono il voto per teste: DEMURO, *op. cit.*, 524, nt. 26; TASSINARI, *op. cit.*, 142; e ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, cit., 1814, nt. 102.

⁷⁰ Cfr. in tal senso CABRAS, *op. cit.*, 1703; CARRARO, *op. cit.*, 34; DEMURO, *op. cit.*, 525; PATRIARCA S., *op. cit.*, 80; TASSINARI, *op. cit.*, 142; e ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, cit., 1813.

mutuo ordinario), alla «parità di trattamento tra i possessori»⁷¹.

Nessun impatto sui Tdd in circolazione pare avere ogni deliberazione di riduzione del capitale sociale (volontaria od obbligatoria) nonché ogni deliberazione di distribuzione di riserve e di utili che siano adottate dalla società emittente⁷², così come non sembra incontrare difficoltà la trasformazione (o l'incorporazione) in s.p.a. della s.r.l. che abbia emesso Tdd, se i Tdd siano sostituiti da obbligazioni del medesimo contenuto [mentre non pare possibile la trasformazione o l'incorporazione della s.r.l. emittente in una *legal entity* cui il codice civile non consenta l'emissione di strumenti finanziari, vietandolo l'art. 11, 4° co., lett. c), d.lg. n. 385/1993, con la conseguenza che, in tal caso, la trasformazione deve essere preceduta dal rimborso dei Tdd]⁷³; il titolare di queste obbligazioni dovrebbe continuare a godere⁷⁴ della garanzia di solvenza dell'emittente gravante *ex lege* sull'investitore professionale che abbia sottoscritto i Tdd all'atto della loro emissione (in altri termini, non appare plausibile ritenere questa garanzia cancellata per il solo fatto che l'emittente abbia deliberato la propria trasformazione).

Nemmeno dovrebbe essere problematica la trasformazione (o l'incorporazione) in s.r.l. della s.p.a. che abbia emesso obbligazioni (e relativa sostituzione delle obbligazioni con Tdd), a condizione che però sia procurata, per i proprietari dei Tdd, una garanzia di un "investitore professionale soggetto a vigilanza prudenziale" di contenuto identico a quello di cui all'art. 2483, 2° co., 2° periodo, c.c.⁷⁵.

⁷¹ PORTALE G.B., *op. cit.*, 1004.

⁷² Cfr. in tal senso ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, cit., 1818, nt. 111; e TASSINARI, *op. cit.*, 2ª ed., Milano, 2007, 189.

⁷³ Cfr. in tal senso GIANNELLI, in *Società a responsabilità limitata*, cit., 1375; PATRIARCA S., *op. cit.*, 84; e ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, cit., 1817 (il quale sottolinea pure la necessità, per questa trasformazione, del consenso unanime dei soci).

⁷⁴ Cfr. in tal senso CABRAS, *op. cit.*, 1703.

⁷⁵ Cfr. in tal senso DESANA, *op. cit.*, 212; FALCONIO, *I titoli di debito nelle s.r.l.*, in *La "nuova" società a responsabilità limitata*, a cura di Miola, Napoli, 2005, 236; e LUONI, *op. cit.*, 2006.