



Titoli di debito emessi dalle S.r.l. Vincoli all'emissione e vantaggi fiscali Successiva cessione ai soci

di Giuseppe Rebecca^(*) e Giuseppe Di Domenico^(**)

Le S.r.l. non possono emettere obbligazioni come le S.p.a.. Possono emettere titoli di debito, ove tale possibilità sia prevista esplicitamente nell'atto costitutivo.

L'imposizione fiscale è agevolata: tassazione secca del 12,50%, nei limiti del tasso convenzionale, ora dell'1,66%. In luogo della tassazione ordinaria delle S.r.l. (27,5% + 3,9% = 31,4% + imposte sui dividendi distribuiti al socio), il socio persona fisica sarà così tassato al 12,50%: una bella differenza (-18,90%)

Con una semplice previsione statutaria da parte della società emittente che vieti la circolazione dei titoli di debito emessi si può anche risolvere all'origine il problema della responsabilità dell'investitore professionale (esempio, la banca) incaricato della sottoscrizione dei titoli all'emissione.

1. Introduzione

Anche per le S.r.l. si possono ottenere gli stessi vantaggi fiscali che si hanno con l'emissione di obbligazioni nelle S.p.a.. L'art. 2483 del codice civile consente alle società a responsabilità limitata, analogamente a quanto già stabilito per le società per azioni dagli artt. 2410 e seguenti del codice civile, di emettere titoli di debito, a condizione di una **espresa previsione nell'atto**

^(*) Dottore Commercialista.

^(**) Studio Rebecca & Associati di Vicenza.

costitutivo. Una previsione di non poco conto, dato che amplia la possibilità per le S.r.l. di raccogliere capitali, in precedenza limitata al credito bancario e all'emissioni di cambiali finanziarie e di certificati finanziari oltre, ovviamente, al capitale di rischio.

2. Le previsioni statutarie

L'atto costitutivo deve disporre in relazione all'organo deputato a deliberare l'emissione dei titoli di debito, potendo stabilire alternativamente se la competenza spetti ai soci o all'organo amministrativo. L'unico limite imposto è rappresentato dalla necessità di una **decisione maggioritaria**, in ragione della esigenza di valutare con attenzione un'operazione "impegnativa" per la società (art. 2483, comma 1, del codice civile).

Nella pratica occorrerà inserire nello statuto una clausola simile a quelle di seguito proposte:

- "La società può emettere titoli di debito al portatore o nominativi con decisione dell'organo amministrativo adottata con il voto favorevole dei 2/3 (o altra percentuale) degli amministratori";

oppure in alternativa:

- "La società può emettere titoli di debito al portatore o nominativi con decisione dei soci (oppure: dell'assemblea dei soci) adottata con il voto favorevole dei soci che rappresentino i 2/3 (o altra percentuale) del capitale sociale"¹.

¹ G. Rebecca-M. Simoni, *Gli statuti delle nuove S.r.l.*, Milano, 2004.

Non pare essere necessaria la redazione di un atto notarile per le emissioni di titoli di debito di società a responsabilità limitata, in virtù di quanto disposto dal comma 3 dell'art. 2483 del codice civile, il quale, imponendo all'organo amministrativo di provvedere all'**iscrizione nel Registro delle imprese**, esclude indirettamente la necessità di un atto notarile².

In caso contrario, infatti, il legislatore della riforma, al pari di quanto disposto dall'art. 2470, comma 2, del codice civile in tema di pubblicità dell'atto di trasferimento quote e, più in generale, dall'art. 2436 del codice civile in relazione alle modifiche statutarie per le S.p.a., avrebbe fatto gravare il suddetto adempimento sul notaio chiamato a verbalizzare la decisione di emettere titoli di debito³.

3. I limiti di sottoscrizione e di entità dell'emissione

I titoli di debito, del tutto simili alle obbligazioni, potranno però essere sottoscritti esclusivamente da **investitori professionali**, come banche, S.I.M., società di gestione del risparmio, fondi pensione, S.I.C.A.V. e compagnie di assicurazione, che rispondono, *ex lege*, della solven-

za della società nei confronti degli acquirenti che non siano investitori professionali o soci della società medesima. Uno svantaggio, questo, solo apparente per le S.r.l., poiché il coordinamento con la banca che ne curerà il collocamento permetterà di aumentare la trasparenza e la qualità delle informazioni fornite dalla società emittente che risulterà quindi agevolata anche per l'accesso al credito⁴.

Non c'è alcuna limitazione, al contrario, **circa l'entità dell'emissione**. Cautelativamente si potrebbe limitare l'importo a quanto applicabile per le S.p.a., e quindi il doppio del capitale sociale e delle riserve, ma la norma non fissa limiti quantitativi alla emissione di titoli di debito, rimettendone, conseguentemente, la determinazione all'autonomia statutaria. In concreto, lo statuto potrebbe contenere una clausola analoga a quella di seguito proposta:

- *“La società può emettere titoli di debito per somma complessivamente non eccedente l'ammontare del capitale sociale (oppure: per somma complessivamente non eccedente il doppio del capitale sociale; oppure: per somma complessivamente non eccedente il capitale sociale, la riserva legale e le riserve disponibili; oppure: per somma complessivamente non eccedente centomila euro; eccetera)”⁵.*

Tabella 1

I principali vincoli

1) sottoscrizione esclusivamente da parte di investitori professionali;
2) responsabilità dei sottoscrittori nei confronti di acquirenti che non siano i soci della società emittente o altri investitori istituzionali;
3) necessità di prevedere tramite una apposita clausola statutaria l'entità massima delle emissioni di titoli di debito;
4) necessità di emettere titoli simili alle obbligazioni in termini di caratteristiche, tipologia di obbligazione a pagare e limiti alla partecipazione nella gestione dell'emittente;
5) durata dell'emissione non inferiore ai 18 mesi;
6) tasso di rendimento effettivo dei titoli non superiore, al momento dell'emissione, al tasso ufficiale di riferimento aumentato di due terzi (attualmente 1,66%).

4. Vantaggi fiscali

È possibile ridurre l'imposizione delle S.r.l., in parte, al **12,50%**; basterà emettere titoli di debito e fare un preventivo accordo con una banca, che, come si vedrà, non rischia nulla, la quale prima sottoscriverà tali titoli e poi li cederà agli stessi soci.

Questo l'*iter*:

- la S.r.l. emette titoli di debito *ex art.* 2483 del codice civile;
- la banca li sottoscrive;

- la banca li cede ai soci.

In questo caso, come previsto dall'art. 2483 del codice civile, non c'è obbligo di alcun genere di

² Nello stesso senso P. Casali, *I titoli di debito nella società a responsabilità limitata*, in “Le Società” n. 12/2005, pag. 1489.

³ D. Fico, *Riflessioni sui titoli di debito emessi dalla S.r.l.*, in “Le Società” n. 2/2010, pag. 144.

⁴ De Vito, *Limiti più elevati per le emissioni*, in “Il Sole-24 Ore - Norme e tributi” del 18 agosto 2003, pag. 15.

⁵ G. Rebecca-M. Simoni, *Gli statuti delle nuove S.r.l.*, cit.

garanzia da parte della banca che cede. **Il rischio ricade sui soci** che acquistano i titoli di debito emessi e l'intermediario che ha consentito l'operazione non risponde per la solvenza della società. Aver previsto tale cessione, da parte del legislatore, sta a significare che è una fattispecie possibile.

Il socio sarà tassato con la **ritenuta secca del 12,50% sugli interessi** derivanti dai titoli di debito emessi dalla società. In definitiva, in luogo di una imposizione normale (l'utile sconta il 31,4% e il dividendo sconta il 12,50% o aliquote progressive sul 40%), tassazione secca del 12,50%, almeno su una parte dei proventi derivanti dall'attività d'impresa. Tale impostazione è stata confermata dall'Agenzia delle Entrate, con la ris. n. 54/E del 3 marzo 2009⁶, la quale specifica che i titoli di debito della società a responsabilità limitata vanno trattati, dal punto di vista tributario, **come le obbligazioni emesse dalle società per azioni**, se [art. 44, comma 2, lettera c), n. 2), del Tuir] si tratta di:

- **"titoli di massa"**, cioè emessi in notevoli quantità, con caratteri di omogeneità e in base a un'unica operazione economica, ed oggettivamente idonei alla circolazione presso il pubblico;
- titoli che contengono l'**obbligazione incondizionata** dell'emittente di pagare alla scadenza una somma non inferiore a quella in essi indicata, con o senza corresponsione di proventi periodici;
- titoli che **non attribuiscono ai possessori alcun diritto di partecipazione diretta o indiretta** alla gestione dell'emittente o dell'affare in relazione al quale siano stati emessi, né diritti di controllo sulla società emittente.

Al ricorrere di queste condizioni, i proventi prodotti dai titoli di debito sono soggetti (in base all'art. 26, comma 1, del D.P.R. 29 settembre 1973, n. 600) a **ritenuta applicata dall'emittente**.

Questa ritenuta è a titolo **d'acconto**, se i percettori dei proventi sono società o imprenditori individuali (per titoli relativi all'impresa commerciale); è, invece, a titolo **d'imposta**, se i percettori dei proventi sono persone fisiche. La ritenuta è con aliquota del **12,50%**, se ricorrono congiuntamente due condizioni: il prestito ha scadenza non inferiore a 18 mesi e il tasso di rendimento effettivo dei titoli non è superiore, al momento dell'emissione, al tasso ufficiale di riferimento aumentato di due terzi. È invece con aliquota del **27%** in ogni altro caso.

Per individuare correttamente il regime fiscale applicabile ai titoli di debito emessi dalle società a responsabilità limitata occorre verificare, quindi, se gli stessi possono rientrare nella definizione di "titoli simili alle obbligazioni". È questa, in sostanza, la risposta che l'Agenzia delle Entrate fornisce con la risoluzione citata.

Esistono gli stessi limiti di tasso d'interesse fissati per le obbligazioni.

Il **limite di rendimento** è il tasso ufficiale di riferimento aumentato di 2/3. Dal 13 maggio 2009 il TUR è l'1% (fissato, con provvedimento della Banca centrale europea del 7 maggio 2009). Il limite oggi è, quindi, dell'**1,66%**. Se i titoli sono negoziati in mercati regolamentati di Paesi UE, il limite sale fino al doppio del TUR, ma non è questo il nostro caso. Tenendo conto del tasso, l'operazione pare conveniente per erogazioni di importi superiori a qualche milione di euro, come minimo.

Tabella 2

I tassi di interesse applicabili

TUR (13/05/2009)	1,00%
2/3 del TUR	0,66%
Interessi applicabili	1,66%
Negoziazione in mercati UE	3,32%

5. Le responsabilità *ex lege*

Si discute, in dottrina, sulla **responsabilità dell'investitore professionale** nei confronti dei terzi "non protetti" nel caso in cui gli stessi

⁶ In banca dati "fisconline".

acquistino i titoli di debito originariamente ceduti ai soci della società medesima.

L'art. 2483, comma 2, secondo periodo, del codice civile testualmente prevede infatti 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”.

Dunque, in caso di **cessione dei titoli ai soci**, non sussiste nei loro confronti la responsabilità altrimenti operante *ex lege*.

Nel caso di successiva alienazione di questi titoli da parte dei soci a soggetti diversi da investitori professionali (e ovviamente dai soci), si è posto il problema se l'investitore istituzionale debba rispondere in caso di insolvenza della S.r.l. Tenendo conto della lettera della norma “chi li trasferisce ...”, la responsabilità non può invero che essere attribuita **all'ultimo cedente**.

Soprattutto i primi commentatori⁷ della norma avevano sostenuto che la responsabilità “nei confronti degli acquirenti” sancita dal comma 2 dell'art. 2483 del codice civile fosse quella prevista dalle leggi cambiarie a carico del girante, e che come tale colpisse tutti i precedenti danti causa, compreso l'originario sottoscrittore. Quindi, secondo questa impostazione, anche nel caso di cessione da parte dell'investitore professionale ai soci della S.r.l. e successiva circolazione a terzi meritevoli di tutela, l'investitore iniziale pareva responsabile.

Secondo Patriarca⁸, invece, tale interpretazione, così drastica e palesemente derogatoria rispetto ai principi del diritto civile, non può essere costruita solo sulla base dell'art. 2483 del codice civile che, tra l'altro, non spicca certo per precisione e chiarezza.

Una soluzione interpretativa più adeguata potrebbe essere proposta prendendo in considerazione le due **categorie di investitori professionali che si possono riscontrare**. Si può sostenere che l'obbligo di garanzia in capo all'investitore professionale venga meno nell'ipotesi in cui si interponga nella catena di circolazione, e quindi anche nel caso in cui ceda i titoli di debito ai soci della S.r.l. medesima, e che acca-

da diversamente per gli investitori non professionali. Patriarca sostiene che se così non fosse, l'estensione di responsabilità all'investitore professionale anche dopo il trasferimento dei titoli ai soci o ad altri investitori istituzionali potrebbe costituire una remora all'investimento.

E così si esprimono anche altri Autori⁹. Essi sostengono che seguire l'impostazione che fa riferimento ai titoli cambiari rischierebbe di **disincentivare il ricorso al mercato**, poiché non è credibile che un intermediario accetti tale ruolo di garante, con relativa immobilizzazione di capitale, anche quando la circolazione del titolo tra il pubblico non sia stata da lui voluta e sia avvenuta dopo la cessione dei titoli ai soci.

In ogni caso, la previsione di **limiti convenzionali alla circolazione** potrebbe fornire una soluzione alle preoccupazioni che potrebbero sorgere in merito alla norma.

Questo potrebbe essere un esempio di clausola statutaria da inserire nello statuto della S.r.l.:

- *“La circolazione dei titoli di debito emessi ai sensi dell'art. 2483 c.c. è limitata al sottoscrittore ed ai soci della S.r.l., anche nel caso di successione a titolo particolare. Non è ammessa la cessione a soggetti diversi. I detentori dei titoli, se diversi dai soci della società o dal sottoscrittore, non possono richiedere il pagamento degli stessi, né fare valere la responsabilità del sottoscrittore o di soggetti diversi”.*

Il Consiglio Nazionale del Notariato (Studio 5957/I/2006) afferma che eventuali clausole statutarie in tal senso sono del tutto **legittime**. Oltre a non porre dubbi circa la loro legittimità, il Consiglio Nazionale del Notariato dichiara la loro **piena opponibilità**, in particolare da parte dell'investitore qualificato, a terzi cessionari in sfregio ai limiti statuiti per la circolazione. L'operatore professionale dovrà semplicemente assicurarsi dell'avvenuta effettuazione degli adempimenti di **pubblicità legale** presso il Registro delle imprese.

L'unico aspetto che pare restare problematico riguarda il caso in cui i titoli di debito appartenenti al socio vengano trasferiti, a seguito di **procedura esecutiva**, a soggetti che non siano né soci né investitori qualificati.

⁷ Così P. Spada nel suo *L'emissione dei titoli di debito nella “nuova” società a responsabilità limitata*, in “Riv. Soc.”, 2003, pag. 807; F. Tassinari in “La riforma della società a responsabilità limitata”, collana “Notariato e nuovo diritto societario”, Milano, 2003, pag. 246; ma anche G. Carraro in *Titoli di massa e nuovo diritto delle società*, Quaderni della rivista di diritto civile, Padova, 2004 pag. 115, e G. Guerrieri in “Il Sole-24 Ore - Diritto e Pratica delle Società”, 1° aprile 2005, n. 1, Banca dati del commercialista de “Il Sole-24 Ore”.

⁸ S. Patriarca, *I titoli di debito della s.r.l. tra opportunità e problemi interpretativi*, Milano, Quaderni di Banca, Borsa e Titoli di credito n. 23, pag. 56-60.

⁹ Così C. D'Ambrosio, *I titoli di debito nella nuova società a responsabilità limitata*, in “Le società” n. 10/2003, pag. 1341 e P. Casali, *cit.*

Tabella 3

Esemplificazione delle principali clausole statutarie

<p>1) La società può emettere titoli di debito al portatore o nominativi con decisione dell'organo amministrativo adottata con il voto favorevole dei 2/3 (o altra percentuale) degli amministratori.</p> <p><i>oppure in alternativa</i></p> <p>1) La società può emettere titoli di debito al portatore o nominativi con decisione dei soci (<i>oppure</i>: dell'assemblea dei soci) adottata con il voto favorevole dei soci che rappresentino i 2/3 (o altra percentuale) del capitale sociale.</p>
<p>2) L'emissione può essere effettuata per somma complessivamente non eccedente l'ammontare del capitale sociale (<i>oppure</i>: per somma complessivamente non eccedente il doppio del capitale sociale; <i>oppure</i>: per somma complessivamente non eccedente il capitale sociale, la riserva legale e le riserve disponibili; <i>oppure</i>: per somma complessivamente non eccedente centomila euro; oppure altri).</p>
<p>3) La circolazione dei titoli di debito emessi ai sensi dell'art. 2483 c.c. è limitata al sottoscrittore ed ai soci della S.r.l., anche nel caso di successione a titolo particolare. Non è ammessa la cessione a soggetti diversi. I detentori dei titoli, se diversi dai soci della società o dal sottoscrittore, non possono richiedere il pagamento degli stessi, né fare valere la responsabilità del sottoscrittore o di soggetti diversi. (<i>Clausola per eliminare la responsabilità della banca</i>).</p>
<p>4) Non può essere decisa l'emissione dei titoli di debito prima che siano trascorsi cinque anni (o altra data) dalla costituzione della società.</p>
<p>5) La decisione di emissione dei titoli di debito deve indicare: i) il valore nominale di ciascun titolo; ii) il rendimento dei titoli o i criteri per la sua determinazione (comunque non superiore al TUR aumentato di 2/3); iii) il modo e i tempi di pagamento degli interessi e di rimborso dei titoli (mai inferiore ai 18 mesi); iv) se il diritto dei sottoscrittore alla restituzione del capitale ed agli interessi sia, in tutto o in parte, subordinato alla soddisfazione dei diritti di altri creditori della società; v) se i tempi e l'entità del pagamento degli interessi possano variare in dipendenza di parametri oggettivi anche relativi all'andamento economico della società.</p>
<p>6) I titoli di debito devono indicare: i) la denominazione, l'oggetto e la sede della società, con l'indicazione dell'ufficio del registro delle imprese presso il quale la società è iscritta; ii) il capitale sociale e le riserve esistenti al momento dell'emissione; iii) la data della deliberazione di emissione e della sua iscrizione nel Registro delle imprese; iv) l'ammontare complessivo dell'emissione, il valore nominale di ciascun titolo, i diritti con essi attribuiti, il rendimento o i criteri per la sua determinazione e il modo di pagamento e di rimborso, l'eventuale subordinazione dei diritti dei sottoscrittore a quelli di altri creditori della società; v) le eventuali garanzie da cui sono assistiti; vi) se emessi al portatore, l'investitore professionale che ha sottoscritto i titoli stessi.</p>

6. Conclusioni

L'emissione di titoli di debito amplia le possibilità per le società a responsabilità limitata di scegliere le proprie **fonti di finanziamento, riducendo la tassazione** in capo alla società (aumentano gli oneri finanziari deducibili e diminuisce l'importo del dividendo) e in capo ai soci.

Il ricorso a tale forma di finanziamento è subordinato ad **espresse previsioni** contenute nel contratto sociale e alla disponibilità da parte di un intermediario finanziario a sottoscrivere i titoli. Non rappresenta un limite la previsione normativa di **responsabilità dell'intermediario** sottoscrittore che abbia fatto circolare i titoli immettendoli sul mercato nel caso in cui siano i soci della società emittente, oppure altri intermediari, ad acquisire i titoli di debito.

In tali casi, infatti, l'intermediario non avrebbe alcun obbligo di garanzia della solvenza della società in virtù di quanto previsto dal comma 2 dell'art. 2483 del codice civile.

Il costo dell'operazione è limitato alle sole **commissioni** da corrispondere all'intermediario, una volta che i titoli di debito siano, successivamente alla sottoscrizione, collocati ai soci della società emittente, e il vantaggio fiscale che ne deriva potrebbe rendere l'operazione particolarmente interessante per quelle società che si apprestano a far fronte agli investimenti tramite **l'apporto di capitale da parte dei soci**.

Certamente, dato l'attuale livello dei tassi d'interesse, l'operazione è conveniente solo per operazioni di svariati milioni di euro.