

# 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*

**SOMMARIO:** 1. *Le previsioni normative in ordine all'emissione di titoli di debito.* - 2. *La responsabilità degli investitori professionali.* - 3. *La natura della responsabilità dell'investitore professionale soggetto a vigilanza prudenziale.* - 4. *La responsabilità dei singoli cedenti.* - 5. *Limiti convenzionali alla circolazione dei titoli di debito: profili di legittimità.* - 6. *L'efficacia dei limiti nella circolazione dei titoli.* - 7. *La previsione di un termine di durata nei vincoli al trasferimento dei titoli.* - 8. *La perdita della qualità di socio per cause diverse dal trasferimento inter vivos della quota.* - 9. *Il trasferimento della quota per causa di morte: la successione a titolo universale.* - 10. *Il legato di titoli di debito.* - 11. *Il trasferimento in via esecutiva dei titoli di debito.*

### **1. Le previsioni normative in ordine all'emissione di titoli di debito.**

La riforma del diritto societario del 2003 ha espressamente previsto, per le società a responsabilità limitata, la possibilità di emettere titoli di debito, qualora l'atto costitutivo lo preveda <sup>(1)</sup>.

Tale innovazione è stata introdotta in ossequio alla legge delega che espressamente ha dato mandato al governo 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 ca-

so la sollecitazione all'investimento in quote di capitale" <sup>(2)</sup>.

Con la nuova previsione contenuta nell'art. 2483 c.c., il legislatore ha così superato il precetto contenuto nel precedente art. 2486, comma terzo, c.c., secondo cui "alla società a responsabilità limitata non è consentita l'emissione di obbligazioni" <sup>(3)</sup>.

Il nuovo testo normativo consente pertanto alle società a responsabilità limitata di fare ricorso al mercato dei finanziamenti, fruendo così di nuovi mezzi di provvista di capitale di credito, a particolari condizioni e, precisamente, la sottoscrizione dei titoli di debito da parte di investitori qualificati in grado di garantire il singolo finanziatore della bontà dell'investimento.

In ordine alla locuzione usata dal legislatore: "titoli di debito", basti qui osservare che essa è nuova all'interno del codice civile, il quale conosceva solo la categoria dei titoli di credito. Di "titoli di debito" si occupano, invece, la letteratura e gli interventi normativi che, a partire dagli anni '90, prendono in considerazione il sistema dei mercati finanziari <sup>(4)</sup>.

In proposito, il d.lgs. 24 febbraio 1998 n. 58 all'art. 1 ricomprende all'interno della categoria degli strumenti finanziari "le obbligazioni, i titoli di Stato e gli altri titoli di debito negoziati sul mercato dei capitali" <sup>(5)</sup>. I titoli di debito, quindi, sono una sottospecie del più ampio genere degli strumenti finanziari <sup>(6)</sup>.

Sotto il profilo strutturale non si pone in dubbio il fatto che essi possano assumere la forma dei titoli di credito <sup>(7)</sup>, emessi in serie e facendo ricorso alla tecnica cartolare, ma non si può altresì escludere che altre possano essere le modalità di emissione dei titoli di debito. Si pensi, ad esempio, alle polizze di credito oppure al frazionamento dell'operazione di finanziamento in tante parti aventi un identico valore ma non incorporate all'interno di un titolo circolante. Le difficoltà operative che tale ultima fattispecie presenta destano perplessità sotto il profilo operativo, ma rimangono comunque ricomprese all'interno della fattispecie prevista dal legislatore <sup>(8)</sup>.

Per quanto attiene alla qualificazione giuridica dei titoli di debito, quindi, è necessario distinguere a seconda che essi assumano o meno la forma di un titolo di credito.

Qualora si faccia ricorso all'emissione di titoli di credito, questi, al pari delle obbligazioni e dei titoli di debito pubblico, costituiscono titoli causali ed a letteralità incompleta <sup>(9)</sup>. Di modo che l'operazione unitaria di finanziamento risulti dal titolo stesso, almeno per quanto riguarda il verbale di emissione, l'importo del credito, i dati identificativi della società emittente ed anche il nominativo del soggetto garan-

te.

Viceversa qualora i titoli di debito assumano la forma di meri documenti di legittimazione del credito sottostante essi saranno svincolati dalla disciplina relativa alla circolazione dei titoli di credito e saranno assoggettati direttamente alle norme proprie della cessione del credito <sup>(10)</sup>.

Per quanto attiene alla forma cartolare dei titoli, in particolare, si ritiene che essi possano essere emessi sia quali titoli all'ordine che nominativi escludendosi la legittimità di emissione di titoli al portatore <sup>(11)</sup>.

Unico limite desumibile dalla stessa nozione di titolo di debito attiene alla impossibilità di attribuire al sottoscrittore qualsiasi diritto di partecipare all'attività sociale, ritenuto incompatibile con il principio cardine della legge delega, della centralità della figura del socio e dei rapporti contrattuali fra i soci ed inoltre poiché in caso contrario si eluderebbe il divieto, contenuto nel primo comma dell'art. 2468, di consentire che le partecipazioni costituiscano oggetto di sollecitazione all'investimento <sup>(12)</sup>.

Il cardine della nuova disciplina avente ad oggetto l'emissione di titoli di debito da parte di società a responsabilità limitata sta nella natura qualificata dei soggetti primi destinatari dei suddetti titoli e nell'assunzione da parte di questi ultimi dell'onere di garantire, nei confronti di terzi acquirenti (esclusi soci della società o investitori professionali), la solvibilità della società.

Il secondo comma dell'art. 2483 c.c. dispone infatti che i titoli possono essere sottoscritti solo da "investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale a norma delle leggi speciali" <sup>(13)</sup>.

E' necessario chiarire quali siano i soggetti che possono essere ricondotti all'interno della categoria *de quo*. L'espressione "investitore professionale" è contenuta nell'art. 30, comma secondo, del T.U.F., il quale a sua volta rimanda, per la definizione stessa, al relativo regolamento Consob <sup>(14)</sup>; la nozione di "vigilanza prudenziale", invece, si rinviene, con riferimento agli istituti di credito ed agli enti che esercitano attività assicurativa o finanziaria nell'art. 11, comma 4 lett. e) T.U.B.

Dal combinato disposto dei richiami normativi di cui sopra, possiamo qui indicare quali investitori legittimati alla sottoscrizione dei titoli di debito: le banche, le SICAV, le imprese di assicurazione, i fondi pensione, le società di investimento mobiliare, le società di gestione del risparmio, gli enti sottoposti a vigilanza prudenziale quali intermediari autorizzati <sup>(15)</sup>.

## **2. La responsabilità degli investitori professionali.**

Come più sopra evidenziato, i titoli di debito, emessi ai sensi dell'art. 2483 c.c., possono essere sottoscritti solo da investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale, i quali, nel caso di successivo trasferimento dei titoli, rispondono della solvenza della società nei confronti degli acquirenti diversi dagli investitori professionali o dei soci della società medesima.

La scelta operata dal legislatore, in realtà, appare coerente con la *ratio* della disposizione che sta nella volontà di tutelare i singoli investitori che fanno ricorso all'acquisto di titoli di massa quale modalità di investimento, ma che non sono in grado, di per se stessi, di valutarne la bontà.

Ai singoli risparmiatori è precluso l'acquisto, dalla società emittente, dei titoli di debito e l'assunzione del rischio agli stessi connesso, potendo gli stessi acquistare i suddetti titoli solo in seconda battuta, da un investitore qualificato, chiamato a rispondere dell'eventuale inadempimento della società emittente.

La responsabilità "concorrente" a favore dell'investitore non sussiste, tuttavia, se quest'ultimo è un investitore professionale o un socio della società emittente.

L'eccezione si giustifica in quanto il legislatore non sente qui la necessità di tutelare la "parte debole" del rapporto, dal momento che l'investitore professionale dispone, per definizione, delle conoscenze tecniche necessarie per valutare la natura ed il rischio collegato all'operazione che si accinge a porre in essere, mentre con riguardo alla figura del socio della società va ricordato come egli possa agevolmente accedere a tutte le informazioni necessarie relative alla vita ed all'amministrazione della stessa che, al contrario, sarebbero precluse ai terzi ed anche ai soci di altre società di capitali.

Infatti, con riferimento alle società a responsabilità limitata al socio sono riconosciuti ben più ampi poteri di verifica e di controllo che non quelli consentiti nelle altre società di capitali: il nuovo art. 2476 II comma consente ai soci che non partecipano all'amministrazione di avere notizie sullo svolgimento degli affari sociali e di consultare i libri sociali ed i documenti inerenti l'amministrazione. Proprio tali poteri permettono ai soci di valutare, forse meglio di ogni altro soggetto, lo stato di salute della società emittente nel momento dell'eventuale acquisto dei titoli di debito ed ogni altra circostanza necessaria per valutare l'eventuale rischio connesso alla restituzione del prestito.

Se la *ratio* della norma è, come visto, quella di tutelare unicamente il risparmio inconsapevole, in tale ambito sembra dunque corretto non annoverare né gli investitori istituzionali, né i soci della società che dovrebbero (o avrebbero potuto)

ben conoscere la situazione economica e patrimoniale della emittente.

Sotto questo aspetto appare coerente la scelta del legislatore che, con norma del tutto analoga a quella esaminata, ha consentito alle società per azioni, con il novellato art. 2412 del codice civile, l'emissione di obbligazioni per somme eccedenti il doppio del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili dall'ultimo bilancio approvato, purché le stesse siano sottoscritte da investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale: ma in questo caso, diversamente che per le società a responsabilità limitata, la garanzia di solvibilità della società nei confronti dei successivi acquirenti dei titoli è esclusa solamente ove essi rivestano la qualità di investitori professionali e non anche per i soci.

E' evidente che la diversità di trattamento si giustifica per il diverso ruolo attribuito ai soci delle società per azioni che per legge non hanno le medesime garanzie di verifica e controllo attribuite all'art. 2476.

La disciplina responsabilistica posta in capo all'alienante dal secondo comma dell'articolo 2384 nonché dal secondo comma dell'articolo 2412 del codice civile appare inderogabile.

Essa spiega inoltre la motivazione per cui risulta incompatibile con il dettato normativo l'emissione di titoli al portatore in quanto il soggetto che trasferisce i titoli deve essere suscettibile di facile identificazione <sup>(16)</sup>.

### **3. La natura della responsabilità dell'investitore professionale soggetto a vigilanza prudenziale.**

La norma in commento obbliga gli investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale a garantire la solvenza dell'emittente qualora i titoli vengano successivamente trasferiti a soggetti che non siano a propria volta investitori professionali o soci.

Parte della dottrina riconduce la garanzia *de quo* a quella cui è tenuto il cedente nell'ipotesi di cessione del credito di cui all'art. 1267, I c., c.c. <sup>(17)</sup>.

Tuttavia tale ultima norma limita la garanzia convenzionale della solvibilità del debitore ceduto a quanto percepito, rimanendo salvo l'obbligo di corrispondere gli interessi, di rimborsare le spese della cessione e quelle che il cessionario abbia a sopportare per escutere il debitore oltre al risarcimento del danno. La norma espressamente esclude la possibilità di aggravare la responsabilità del cedente.

Nel caso di specie, quindi, si dovrebbe ritenere che l'investitore professionale sia tenuto a rispondere nei confronti degli acquirenti limitatamente al corrispettivo

dagli stessi di volta in volta pagato e non in funzione del valore dei titoli emessi.

La soluzione sopra prospettata non convince. Dal tenore della norma che parla espressamente di "solvenza della società" sembra doversi ritenere che la garanzia operi, a prescindere dal corrispettivo percepito, per l'intero ammontare del credito risultante. La fattispecie, quindi, non risulterebbe equiparabile, quanto alla limitazione della garanzia, all'ipotesi di cui all'art. 1267, I c., codice civile.

E' stato infatti giustamente rilevato, in proposito, come la garanzia cui è tenuto l'investitore professionale derivi direttamente dalla legge, mentre quella indicata nell'art. 1267 discende dalla volontà del cedente; ed inoltre che mentre la ragione che sta alla base dell'art. 1267 è diretta ad impedire che il cessionario del credito possa lucrare un vantaggio ingiustificato dall'operazione nella quale la mancata realizzazione del credito è addebitabile solo all'insolvenza del debitore ceduto, ben diversa è la *ratio* ispiratrice dell'art. 2483 intesa a tutelare l'aspettativa del risparmiatore comune che pone affidamento sulla valutazione del rischio operato da un investitore che professionalmente ha i mezzi per tale verifica <sup>(18)</sup>.

La garanzia dovuta dall'investitore professionale assume dunque una funzione soddisfacente, di tipo solidale con la società emittente, dei diritti assunti dalla obbligata in base alla delibera di emissione e di quelli incorporati nel titolo, caratterizzandosi come una ipotesi di fidejussione *ex lege* <sup>(19)</sup>.

Il garante assume sostanzialmente la medesima posizione della società garantita: egli sarà legittimato ad opporre al soggetto che escute la garanzia tutte le eccezioni che potrebbero essere proposte dalla società emittente.

Ci si chiede altresì cosa accada nel caso in cui, nell'ambito della circolazione dei titoli di debito, essi vengano successivamente trasferiti ad altri investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale ed, in particolare, se il primo investitore-garante mantenga il proprio obbligo di garanzia ovvero questo venga sostituito dall'ultimo prenditore, sottoposto a vigilanza prudenziale. Sul punto si rinvia direttamente alle considerazioni svolte da Stella Richter *jr.*, secondo le quali, garante della solvenza dell'emittente è "l'ultimo degli investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale che abbia ceduto il titolo" <sup>(20)</sup>.

Un ulteriore dubbio potrebbe sorgere con riguardo all'ipotesi in cui successivamente alla trasmissione del titolo ad uno dei soggetti nei cui confronti opera l'esclusione della garanzia, questo venga successivamente trasferito ad altri risparmiatori che non rivestano le dette caratteristiche.

Si potrebbe opinare che in questo caso, venuta meno la garanzia dell'ultimo sottoscrittore sottoposto a vigilanza prudenziale, essa non possa più rinascere ri-

manendo il cessionario finale esclusivamente tutelato dal proprio dante causa. Tale interpretazione non può tuttavia essere accolta sol se si pone attenzione al fatto che il legislatore non pretende, in ordine alla limitazione della responsabilità dell'investitore professionale acquirente, che anch'egli sia sottoposto a vigilanza prudenziale, imponendo invece tale requisito solo per il primo sottoscrittore. Ciò significa che tale vigilanza prudenziale diviene requisito fondamentale proprio per consentire al pubblico degli investitori di fare affidamento sulla adeguatezza e la stabilità patrimoniale quanto meno del soggetto garante *ex lege*.

Una diversa interpretazione porterebbe ad ammettere una ingiustificata modulazione delle garanzie nei confronti dei risparmiatori in base al differente momento, nella cronologia dei passaggi, in cui opera la trasmissione dei titoli.

Pare pertanto che l'ultimo degli investitori professionali qualificati, soggetto a vigilanza prudenziale, rimanga obbligato fino al termine della durata di emissione dei titoli di debito, della solvibilità della società emittente nei confronti di ogni successivo acquirente non avente le sue stesse caratteristiche, rimanendo paralizzata tale garanzia solo nei confronti dei soggetti contemplati nell'ultima parte della norma in questione <sup>(21)</sup>.

#### **4. La responsabilità dei singoli cedenti.**

Altro aspetto di interesse attiene poi il regime responsabilistico che riguarda in sequenza i soggetti che abbiano nel corso del tempo proceduto a trasferire i titoli a terzi.

Anche qui la norma appare ambigua disponendo solamente che in caso di successiva circolazione chi trasferisce i titoli risponde della solvenza della società; in sostanza non è chiaro se la garanzia *ex lege* scatta solo nei confronti del primo sottoscrittore professionale sottoposto a vigilanza prudenziale oppure vincoli anche ogni singolo successivo alienante.

Anche se autorevolmente sostenuto in dottrina <sup>(22)</sup>, riteniamo che una interpretazione della norma intesa a ritenere che la garanzia sia operante anche in capo a tutti i successivi cedenti dei titoli, sarebbe contraria alla *ratio* dell'istituto e sarebbe destinata a relegare quest'ultimo ad una mera ipotesi di scuola: infatti essa penalizzerebbe sostanzialmente proprio gli stessi risparmiatori comuni che la legge ha inteso invece tutelare e garantire <sup>(23)</sup>. Nello stesso senso si è espressa anche la relazione illustrativa allo schema di decreto legislativo che precisa come "la soluzione elaborata dall'art. 2483 ... è stata quella di imporre, nel caso in cui i titoli vengano

successivamente trasferiti, come può risultare economicamente necessario al procurarsi la provvista, a carico dei sottoscrittori stessi una garanzia *ex lege* per la solvenza della società sostanzialmente coincidente con quella prevista in materia di cessione del credito" <sup>(24)</sup>. Inoltre anche il recente provvedimento del Comitato Interministeriale per il Credito ed il Risparmio dd. 19 luglio 2005 <sup>(25)</sup> che detta le caratteristiche degli strumenti finanziari di raccolta, nell'imporre l'obbligo di evidenza nel titolo dell'identità del garante e l'ammontare della garanzia sembra dare ulteriore credito alla tesi qui sostenuta.

Sembra quindi preferibile ritenere che i successivi cessionari non qualificati non siano sottoposti a propria volta alla garanzia *ex lege* nel caso in cui trasferiscano a terzi i titoli, dovendosi ritenere l'operatività della norma esclusivamente limitata nei confronti dell'ultimo sottoscrittore qualificato e sottoposto a vigilanza prudenziale <sup>(26)</sup>.

## **5. Limiti convenzionali alla circolazione dei titoli di debito: profili di legittimità.**

Un così gravoso regime responsabilistico posto a carico dell'investitore professionale soggetto a vigilanza prudenziale come delineato dalla norma in commento, rende allo stato assai improbabile un massiccio ricorso a tale forma di finanziamento, anche se oggi paiono essere venute meno le remore di ordine fiscale in precedenza evidenziate dalla dottrina che si era occupata del problema <sup>(27)</sup>.

Il permanere della responsabilità in capo all'investitore professionale soggetto a vigilanza prudenziale, anche in caso di successivi trasferimenti in capo ad investitori non professionali ed a soggetti non soci della società emittente, ha fatto sorgere, nella pratica, il quesito in ordine alla possibilità di limitare la circolazione dei suddetti titoli.

Si tratterebbe, in particolare, di limitare il trasferimento dei titoli di debito a favore di investitori professionali e di soci della società emittente.

In tal modo, l'investitore professionale soggetto a vigilanza si troverebbe sollevato dalla responsabilità, alla quale, altrimenti, sarebbe sottoposto nei confronti dei successivi investitori "non qualificati" dei titoli, fino alla scadenza degli stessi.

Una differenza non da poco per banche ed istituti di credito che, per loro natura, si trovano ad essere i primi destinatari del prestito; differenza destinata a ripercuotersi inevitabilmente a beneficio dei soci della società che non sarebbero, di fatto, costretti a vincolare somme in garanzia e comunque a sostenere oneri finanziari



ulteriori rispetto al pagamento della semplice commissione richiesta dall'investitore (28).

Sotto il profilo dell'efficienza del sistema e della sua rispondenza all'effettiva volontà del legislatore (preordinata senz'altro alla tutela della parte debole del rapporto) non possiamo esimerci dallo svolgere alcune brevi considerazioni.

Prima di fare ciò, tuttavia, dobbiamo sfatare ogni possibile dubbio in ordine alla legittimità di titoli di debito limitati nella loro circolazione.

In linea di principio, non si ravvisano norme imperative che vietino l'introduzione di limiti alla circolazione dei titoli di debito solo a favore di soci della società emittente o investitori professionali.

Circa eventuali problemi di elusività rispetto ad altre norme giuridiche, invece, la questione merita un più attento esame.

La finalità che s'intende perseguire con l'introduzione della limitazione *de quo* è quella di ridurre la responsabilità degli investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale. E non pare che in ciò vi sia nulla di illegittimo.

L'emissione di titoli di debito rappresenta oggi un'opportunità che il legislatore offre alla società a responsabilità limitata per fruire di quei vantaggi, sia finanziari che tributari in passato riservati esclusivamente ai sottoscrittori di un prestito obbligazionario *ex artt. 2410 ss. c.c.*

Fino alla riforma del 2003, tutte le società che intendevano godere dei privilegi fiscali e tributari di cui sopra erano costrette, stante il divieto assoluto di cui all'art. 2486 comma 3 vecchio testo c.c., a deliberare preventivamente la propria trasformazione in s.p.a. o in s.a.p.a., oggi la nuova normativa consente di addivenire a tale operazione conservando la veste di società a responsabilità limitata.

Sotto il profilo dell'operatività del nuovo sistema di ricorso al capitale di prestito consentito dalla novella, l'introduzione di eventuali limiti alla circolazione di titoli di debito rappresenta, senz'altro, un punto a favore. Senza la previsione dei suddetti limiti, infatti, gli investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale saranno alquanto restii a sottoscrivere i titoli, se non a costi tali da rendere, per la società a responsabilità limitata, l'intera operazione di scarso interesse. Non c'è dubbio, infatti, che gli investitori primi prenditori dei titoli pretenderebbero dalla società garanzie così ampie da porre la prospettata operazione, a livello di costi, quanto meno sullo stesso piano di un normale finanziamento posto in essere da un istituto di credito.

Lo spazio applicativo per il decollo dell'istituto sicuramente c'è, ma non v'è dubbio, che il regime responsabilistico di cui all'art. 2483 c.c. può rappresentare,

per gli investitori professionali soggetti a vigilanza, un deterrente alla sottoscrizione dei titoli di debito ed all'effettivo utilizzo di tale nuovo strumento giuridico.

Ci si è chiesti, inoltre, sempre in ordine alla legittimità dei vincoli alla circolazione suddetti, se questi ultimi possano essere interpretati come uno strumento esclusivo al disposto di cui all'art. 2467 c.c., che prevede la postergazione del rimborso dei finanziamenti operati dai soci rispetto agli altri creditori della società.

La risposta non può che essere negativa, essendo carente, nel caso di specie, il presupposto soggettivo che legittima l'applicazione della disciplina sui finanziamenti dei soci. Il dato letterale della norma parla espressamente di finanziamenti effettuati dai soci: presupposto che manca nel caso di specie.

E' stato, in proposito, osservato <sup>(29)</sup> che non può rientrare nella previsione (eccezionale) della norma, per difetto del presupposto soggettivo, né il finanziamento eseguito da parte di una banca per conto del socio (anche in caso di previa garanzia internamente rilasciata da quest'ultimo), né il finanziamento eseguito attraverso la sottoscrizione dei titoli di debito da parte di un investitore istituzionale che non riveste la qualifica di socio.

Alla luce di quanto sopra detto, dunque, non pare possano ravvisarsi, nell'apposizione dei limiti suddetti alla circolazione dei titoli, problemi di legittimità né tantomeno di elusione indiretta ad altre norme dell'ordinamento giuridico.

## **6. L'efficacia dei limiti nella circolazione dei titoli.**

Il legislatore non ha posto limitazioni in ordine all'emissione di titoli di debito, salvo come già ribadito, quella attinente il sistema delle responsabilità, lasciando il singolo operatore di fronte ad una pluralità di soluzioni possibili.

Abbiamo pure in precedenza osservato come, quanto alla loro collocazione sistematica, i titoli di debito rientrano certamente nella categoria generale degli strumenti finanziari, ma non necessariamente essi devono essere incorporati in un titolo di credito <sup>(30)</sup>.

La differente modalità di emissione dei titoli, secondo le caratteristiche proprie dei titoli di credito o mediante semplice rilascio di titoli di legittimazione, potrebbe far giungere a conclusioni differenti in ordine alla apponibilità di limiti convenzionali al loro trasferimento ed alla relativa efficacia nei confronti dei terzi.

In ordine a tale possibilità non sembra di dover qui scomodare la parallela disciplina dei titoli azionari che consente ora espressamente di limitarne la trasferibilità sia in senso assoluto nei riguardi di qualsivoglia terzo acquirente, sia in modo re-

lativo con riferimento a soggetti non graditi o ponendo limiti di prelazione o di altro tipo. In proposito, il nuovo art. 2355 *bis* c.c. ammette che lo statuto possa sottoporre a particolari condizioni il trasferimento delle azioni, potendo addirittura vietarne il trasferimento per un periodo non superiore a cinque anni.

Nel caso di emissione dei titoli di debito la liceità di apporre dei limiti sembra derivare direttamente da quanto stabilito all'art. 2483 c.c. laddove prevede che l'atto costitutivo possa determinare "gli eventuali limiti, le modalità e le maggioranze necessarie per la decisione". La dottrina ritiene che detti limiti possano essere sia di ordine quantitativo che qualitativo "potendosi in questo secondo caso precludere l'emissione di titoli con determinata forma o con determinato contenuto" <sup>(31)</sup>, nonché, aggiungiamo noi, con determinate modalità di circolazione.

La clausola di limitazione alla circolazione dei titoli potrà dunque essere contenuta nell'atto costitutivo della società al pari della previsione in ordine all'emissione dei titoli di debito <sup>(32)</sup>, secondo le modalità previste per le modificazioni dell'atto costitutivo, stante l'argomentazione letterale posta dal primo comma dell'art. 2483 c.c.

Essa dovrà, invece, necessariamente essere prevista nella delibera di emissione dei titoli, alla quale dovrà essere data la pubblicità di cui all'ultimo comma dell'articolo in commento.

Passando all'efficacia delle clausole rispetto ai terzi, non si può qui che ribadire che esse saranno opponibili conformemente alle regole generali sulla pubblicità legale cui sono soggetti gli statuti di società di capitali <sup>(33)</sup>.

L'adempimento, da parte della società, delle formalità pubblicitarie rappresentate dall'iscrizione nel registro delle imprese della delibera di emissione dei titoli di debito, consente alla stessa di opporre ai terzi le clausole contenute nel regolamento. Fatto questo che comporta l'inefficacia del trasferimento posto in essere in dispregio dei limiti eventualmente imposti, nei confronti della società.

Qualora la modalità di emissione dei titoli sia effettuata utilizzando il metodo cartolare sembra opportuno che, in analogia con quanto disposto nell'ultimo comma del nuovo art. 2355 *bis*, le limitazioni al trasferimento debbano risultare anche nel titolo.

Va infatti ricordato che la riforma del diritto societario ha disposto, quale ulteriore requisito, in ordine alla eventuale limitazione alla circolazione delle azioni (art. 2355 *bis* ult. comma, c.c.), che la previsione limitativa debba essere espressamente riportata sul titolo, qualora questo sia emesso nella forma cartolare.

Tale precetto, se risolve un'antica questione cui la dottrina si era imbattuta e,

cioè, se i limiti alla circolazione delle azioni dovessero o meno essere menzionati sul titolo, ne apre un'altra relativa alle finalità per cui tale menzione debba essere disposta.

Anzitutto va rilevato come la previsione indicata dall'ultimo comma dell'articolo 2355 *bis* non sia applicabile in caso di partecipazioni non rappresentate da titoli.

L'obbligo della menzione dei limiti di trasferimento sui titoli azionari determina, in caso di sua inosservanza, una responsabilità a carico degli amministratori per il danno subito dai terzi, avendo questi ultimi confidato nella libera trasferibilità dei titoli e negli effetti da questi derivanti <sup>(34)</sup>.

Ma la vera novità di tale previsione non attiene solo al profilo responsabilistico degli amministratori, ma interessa in modo pregnante i rapporti tra alienante ed acquirente: infatti in base all'art. 2193 nel caso di mancata iscrizione nel Registro delle Imprese di fatti dei quali la legge prescrive la pubblicità, i detti fatti "non possono essere opposti ai terzi da chi è obbligato a richiederne l'iscrizione, a meno che questi provi che i terzi ne abbiano avuto conoscenza". La norma prosegue affermando di contro che "l'ignoranza dei fatti dei quali la legge prescrive l'iscrizione non può essere opposta dai terzi dal momento in cui l'iscrizione è avvenuta" a meno che non si provi che i terzi ne hanno avuto conoscenza.

La regola dettata dalla norma comporta che l'inserimento della clausola limitativa nella delibera di emissione dei titoli di debito è opponibile all'acquirente da parte della società, che la abbia debitamente pubblicizzata, e comporta altresì che l'acquirente non potrà opporre la propria ignoranza ove tale pubblicità sia avvenuta.

La norma nulla dispone, invece, nel caso di conflitti tra alienante ed acquirente.

Parte della dottrina ritiene che la novità introdotta nell'ultimo comma dell'articolo 2355 *bis* possa avere significato proprio con riferimento al rapporto tra alienante ed acquirente: solo qualora il limite alla circolazione appaia dal titolo l'alienante potrà opporre all'acquirente le clausole statutarie senza che quest'ultimo possa dirsi ignaro dei limiti alla circolazione risultanti dal titolo <sup>(35)</sup>.

Avremo quindi due forme di pubblicità distinte essendo diversi gli ambiti di applicazione e gli effetti: la pubblicità legale prevista dall'articolo 2193 è efficace nei rapporti tra società e terzi; la pubblicità sul titolo consente invece la sua opponibilità tra acquirente e i terzi <sup>(36)</sup>.

L'opponibilità ai terzi della clausola di limitazione da parte della società rimane, dunque, svincolata dalla previsione o meno del vincolo sul titolo cartolare.

Anche con riferimento alla disciplina sui titoli di debito, l'opponibilità del limite

alla circolazione dei titoli deriva esclusivamente dalla pubblicità della delibera di emissione.

Il disposto dell'ultimo comma dell'art. 2355 *bis* c.c. non trova qui applicazione in via analogica; del resto, solo sui titoli emessi nella forma cartolare potrebbe essere evidenziato il limite, venendo meno questa possibilità con riferimento ai titoli emessi in forma non cartolare. Di conseguenza, anche se la menzione venisse effettuata sui titoli stessi, essa non potrebbe assumere un ruolo maggiore ai fini dell'opponibilità ai terzi, rispetto a quello attribuito alle azioni la cui indicazione è obbligatoriamente prevista dalla legge <sup>(37)</sup>.

Quindi elemento necessario e sufficiente per rendere operativi i limiti di trasferimento dei titoli di debito nei rapporti con i terzi acquirenti, è la pubblicità della delibera di emissione presso il Registro delle Imprese.

Quanto detto attiene all'ipotesi in cui l'emissione dei titoli di debito venga strutturata cartolarizzando il credito e sottoponendolo alla disciplina propria dei diritti cartolari.

Ma le conclusioni cui si è testé pervenuti non possono mutare quand'anche l'emissione del prestito venga effettuato in maniera diversa, mediante l'emissione di semplici titoli di legittimazione non strutturati quali titoli di credito. In tal caso, il trasferimento dei titoli avverrà con modalità del tutto analoghe a quelle proprie della cessione del credito, secondo la disciplina propria contenuta negli art. 1260 e segg. del codice civile. In tal caso, non appare dubitabile la piena opponibilità ai terzi cessionari, dei limiti alla cedibilità del credito apposti originariamente dalle parti, sempreché possa dimostrarsi che essi li conoscevano al momento della cessione.

E tale dimostrazione appare di facile portata sol che si provi la corretta effettuazione della pubblicità legale consistente nella iscrizione al Registro delle Imprese della delibera di emissione contenente l'imposizione del vincolo.

Per quel che qui interessa, ci si chiede a questo punto a quali condizioni l'investitore professionale qualificato sottoposto a vigilanza prudenziale, possa opporre il fatto che il trasferimento è avvenuto in violazione della delibera di emissione, esimendosi quindi dalla responsabilità di cui all'art. 2483, 2 comma, c.c.

Ci pare in proposito di poter affermare che per escludere la propria responsabilità *ex lege* sia sufficiente che egli dimostri l'avvenuta effettuazione della pubblicità legale, con gli effetti di cui all'art. 2193 c.c., corrispondente all'iscrizione nel Registro delle Imprese della delibera di emissione dei titoli di debito. Ciò, in quanto, la garanzia cui è tenuto l'investitore professionale in base all'art. 2483 è, come già so-

pra evidenziato, null'altro che una fideiussione *ex lege* e pertanto, ai sensi dell'articolo 1945, egli può opporre al creditore tutte le eccezioni che spettano al debitore principale. Fra esse rientra certamente quella dell'inefficacia dell'atto di trasferimento compiuto in violazione delle norme stabilite nella delibera stessa di emissione.

Riteniamo quindi che il trasferimento effettuato in spregio alla clausola di limitazione alla circolazione dei titoli di debito non sarà opponibile alla società, che pertanto non potrà essere chiamata a pagare gli interessi maturati; ed anche l'investitore professionale sottoposto a vigilanza prudenziale non potrà essere in alcun modo obbligato alla garanzia.

## **7. La previsione di un termine di durata nei vincoli al trasferimento dei titoli.**

Un ultimo aspetto della questione attiene ai limiti temporali cui è soggetto il vincolo. Il nostro sistema positivo non consente di apporre vincoli assoluti, di natura pattizia, alla circolazione dei beni se non entro convenienti limiti di tempo ed in virtù di un interesse meritevole di tutela (art. 1379 c.c.) <sup>(38)</sup>.

Nel caso di introduzione nello statuto sociale di una clausola di limitazione alla circolazione dei titoli di debito solo a favore di soci ed investitori professionali e di intrasferibilità *mortis causa* a titolo particolare <sup>(39)</sup>, ci si chiede se la stessa debba essere contenuta entro convenienti limiti di tempo.

In linea generale, la clausola in oggetto non introduce una intrasferibilità assoluta dei titoli, ma ne limita solo la circolazione: fatto questo in ordine al quale non si ravvisano motivi di contrarietà a norme imperative.

Tuttavia qualora la limitazione alla circolazione dei titoli di debito sia posta in essere in ambiti ristretti, quali quelli di società a composizione familiare o con un numero di soci molto ridotto, potrebbe di fatto portare all'impossibilità oggettiva di alienare il titolo <sup>(40)</sup>.

Il titolare dei titoli di debito diventerebbe pertanto "prigioniero" degli stessi, fino al termine di durata dello strumento finanziario, il che ripropone il quesito di liceità della clausola stessa.

Nell'analisi della questione viene in considerazione anzitutto il nuovo art. 2355 *bis* c.c., il quale, con riferimento alla circolazione delle azioni, consente di introdurre clausole di divieto al loro trasferimento, purché essere siano contenute entro un periodo non superiore a cinque anni dalla costituzione o dal momento in cui il divieto viene introdotto.

Nelle società a responsabilità limitata, invece, pare potersi sostenere che il divieto di intrasferibilità possa essere pattuito per la durata massima di due anni. La società infatti può prevedere l'intrasferibilità della quota senza limiti di tempo e, in questo caso, spetta al socio il diritto di recesso ai sensi dell'art. 2473 c.c. (previo preavviso di sei mesi, il quale può essere dall'atto costitutivo aumentato ad un anno); essa, tuttavia, nel caso di limiti alla circolazione delle partecipazioni sociali, può, altresì, prevedere un termine non superiore a due anni entro il quale il recesso non può essere esercitato (art. 2469 c.c.) <sup>(41)</sup>.

Tuttavia, nel caso di limiti alla circolazione di titoli di debito, mancando una precisa norma sul punto, non ci pare che si possa attingere né alla disciplina specifica delle s.p.a. né a quella delle s.r.l..

Non ci pare nemmeno possa venire direttamente in ausilio il disposto di cui all'art. 1379 c.c., data la natura esclusivamente pattizia che contraddistingue quest'ultimo. Le parti possono certamente, nella regolamentazione dei loro rapporti contrattuali, porre dei limiti alla circolazione dei beni sia negli atti *inter vivos* che *mortis causa* <sup>(42)</sup>, ma i suddetti vincoli non sono opponibili ai terzi.

Sembra più rispondete all'ipotesi in questione, il parallelo con il disposto dell'art. 1260 c.c., in tema di cessione del credito: l'ultimo comma, in particolare, consente alle parti di escluderne pattiziamente la cedibilità.

In questo caso il divieto negoziale di cessione del credito non incontra gli stessi limiti entro il quale è consentito il divieto convenzionale di alienazione della proprietà, che ai sensi dell'art. 1379 risulta validamente stipulabile solo se contenuto entro convenienti limiti di tempo e se risponde ad un apprezzabile interesse di una delle parti <sup>(43)</sup>. Si ritiene infatti che proprio il carattere essenzialmente temporale e limitato del credito valga a garantire che l'eventuale clausola di intrasferibilità possa assumere quei connotati di immobilizzazione della ricchezza posti a fondamento del divieto contenuto nell'art. 1379.

Anche seguendo tale angolo di visuale la violazione della convenzione di inalienabilità assume efficacia reale in quanto il patto non è opponibile al cessionario se non si prova che egli lo conosceva al tempo della cessione. Nel caso di specie tale conoscenza o conoscibilità sarebbe provata ancora una volta dalla pubblicità della deliberazione di emissione effettuata al Registro delle Imprese.

## **8. La perdita della qualità di socio per cause diverse dal trasferimento *inter vivos* della quota.**

Stabilita l'ammissibilità della previsione statutaria secondo la quale l'emissione di titoli di debito può essere effettuata con la previsione che il trasferimento dei titoli possa avvenire solo a favore di investitori professionali o soci della società emittente, è necessario analizzare che cosa accada qualora il socio, detentore di titoli di debito, perda, per cause diverse dal trasferimento *inter vivos* della propria quota di partecipazione alla società, la propria posizione all'interno della compagine sociale. In tale ultima ipotesi, infatti, si realizza una dissociazione tra la qualità di socio e la titolarità dei titoli di debito che necessita di essere approfondita.

Diverse sono le fattispecie in cui il socio può perdere tale sua qualità: per vicende legate alla dinamica aziendale quali, ad esempio, la mancata sottoscrizione di una ricapitalizzazione in caso di azzeramento del capitale sociale, per recesso oppure per esclusione nei casi consentiti dalla legge.

In tali circostanze non si realizza tecnicamente un trasferimento dei titoli di debito, che rimangono sempre nella titolarità del medesimo soggetto, ma la perdita da parte di quest'ultimo della qualifica soggettiva che, ai sensi dell'art. 2483, 2 comma, c.c., legittimerebbe l'esclusione della responsabilità in capo all'investitore professionale soggetto a vigilanza.

Si tratta, quindi, di verificare come si ponga la clausola di limitazione alla circolazione dei titoli di debito, oggetto della nostra analisi, di fronte alle ipotesi della perdita della qualità di socio sopra prospettate.

I mutamenti che intervengono nella sfera soggettiva del socio esulano dall'ambito relativo alla circolazione della sua partecipazione sociale: la perdita della qualità di socio, infatti, non comporta in senso tecnico il trasferimento della quota da un soggetto ad un altro.

Di conseguenza, non riteniamo che nelle fattispecie in esame possa rinascere la responsabilità del primo sottoscrittore dei titoli nei confronti dell'investitore – socio che per cause volontarie o involontarie ha perso la qualifica medesima.

Il momento al quale fare riferimento, per stabilire se la responsabilità di cui sopra sussiste o meno, è quello precedente del trasferimento volontario dei titoli di debito, non potendosi imputare in capo al cedente i rischi connessi ai mutamenti successivi in ordine allo *status* soggettivo della parte cessionaria <sup>(44)</sup>. La soluzione sembra altresì coerente con la *ratio* dell'art. 2483 c.c. che ha limitato la garanzia del primo sottoscrittore nei casi in cui l'acquirente fosse un soggetto che per sua natura o per la professione svolta potesse valutare con maggiore certezza l'entità del rischio discendente dall'investimento.

L'intenzione del legislatore è qui quella di tutelare il singolo investitore, inteso



come “parte debole” dell’intero rapporto, non quella di offrire una tutela suppletiva ad un soggetto che, nel momento in cui ha acquistato i titoli di debito, era in possesso dei requisiti richiesti dalla legge per esserne privo.

Divengono pertanto ininfluenti i mutamenti intervenuti successivamente all’acquisto dei titoli e pertanto qualora un investitore professionale oppure un socio perda i detti requisiti dopo il suddetto momento, non rinasce l’obbligo di garanzia posta originariamente in capo alle parti cedenti.

## **9. Il trasferimento della quota per causa di morte: la successione a titolo universale.**

L’analisi delle vicende che attengono alla circolazione delle quote sociali non può limitarsi ai trasferimenti *inter vivos* delle stesse ma deve comprendere anche quelli *mortis causa*.

Nel caso di morte del socio, la quota di partecipazione societaria cadrà in successione legittima o testamentaria, stessa sorte subiranno i titoli di debito.

A seguito delle vicende successorie, può accadere che la quota di partecipazione alla società, originariamente in capo allo stesso detentore dei titoli di debito, sia attribuita ad un soggetto diverso da quello cui sono destinati i titoli stessi.

Ci chiediamo, in particolare, se tale eventualità possa interferire con la previsione di esclusione di responsabilità dell’investitore professionale qualificato nelle ipotesi in cui i titoli di debito siano trasferiti ad investitori professionali o soci della società emittente.

La posizione degli eredi va qui distinta da quella dei legatari.

Consideriamo dapprima, per gli aspetti inerenti alla fattispecie oggetto della nostra attenzione, la successione a titolo universale.

In tale ultima ipotesi, non si attua alcun trasferimento in senso tecnico dal *de cuius* all’erede. La successione universale, infatti, sia che derivi dalla legge sia che derivi da testamento, determina la trasmissione della generalità dei rapporti giuridici dall’ereditando all’erede. Quest’ultimo subentra nella titolarità delle posizioni giuridiche spettanti al defunto al momento dell’accettazione dell’eredità, il cui effetto retroattivo (art. 459 c.c.) è proprio volto ad evitare una soluzione di continuità tra il momento dell’apertura della successione e quello dell’accettazione <sup>(45)</sup>.

Nel caso di successione a titolo universale l’erede che succede nella quota di partecipazione sociale del *de cuius* mantiene gli stessi diritti ed assume gli stessi obblighi che facevano capo a quest’ultimo. Di conseguenza, se l’erede, che succede

al defunto nella compagine sociale, subentra anche nella titolarità dei titoli di debito, non si ravvisano dubbi in ordine all'esclusione della responsabilità in capo all'investitore qualificato primo prenditore dei titoli. L'erede succedendo nella stessa posizione giuridica soggettiva dell'ereditando non interviene, in alcun modo, ad alterare la situazione instauratasi in occasione dell'originario acquisto dei titoli di debito da parte del socio della società.

Ad analoga soluzione si giunge anche nell'ipotesi in cui la quota di partecipazione sociale ed i titoli di debito vengano attribuiti *iure successionis* a soggetti diversi entrambi non soci della società. La fattispecie si prospetta nel caso in cui, a seguito di divisione ereditaria, la quota sociale sia assegnata ad un erede ed i titoli di debito ad un altro oppure qualora il *de cuius* disponga per testamento delle sue sostanze attraverso una serie di istituzioni *ex re certa* <sup>(46)</sup>, attribuendo ad un erede la titolarità dei titoli di debito e ad un diverso erede la quota di partecipazione sociale.

Anche in tali ipotesi, il momento al quale fare riferimento per valutare la sussistenza, in capo all'erede istituito dei titoli di debito, dei requisiti soggettivi idonei ad escludere la responsabilità dell'investitore professionale qualificato, è quello originario dell'acquisto da parte del *de cuius*, rappresentando la delazione a favore dell'erede non socio il subentro, da parte di quest'ultimo, nella medesima posizione soggettiva del suo dante causa. Il soggetto cui vengono trasferiti i titoli di debito subentra, con riferimento a questi ultimi, in luogo del testatore, non attuandosi alcun spostamento in senso tecnico degli stessi ma solo una continuazione di rapporti giuridici.

I termini della questione non mutano nemmeno se lo statuto della società a responsabilità limitata contiene clausole di intrasferibilità o di limitazione al trasferimento della quota per causa di morte. In tal caso, gli eventi relativi alla circolazione della quota di partecipazione sociale sono dissociati dal trasferimento, a titolo di erede <sup>(47)</sup>, dei titoli di debito. La soluzione di tale situazione non sarà diversa da quella sulla quale più sopra ci siamo soffermati. Infatti, anche se l'erede non potrà assumere la qualità di socio della società, poco importa, poiché, per quanto attiene alla posizione giuridica soggettiva attinente ai titoli di debito, il momento al quale fare riferimento sarà ancora una volta quello dell'acquisto, a suo tempo effettuato, da parte del *de cuius*.

Anche qui non risorge la responsabilità dell'investitore professionale subentrando l'erede non socio, ma titolare dei titoli di debito, nella stessa posizione giuridica del proprio dante causa con le medesime garanzie, obblighi e limiti che assi-

stevano il *de cuius*.

## 10. Il legato di titoli di debito.

Dalla posizione dell'erede si differenzia quella del legatario, dal momento che egli non è un successore universale del *de cuius*, ma un successore a titolo particolare <sup>(48)</sup>.

Al legatario il testatore non attribuisce una quota del suo patrimonio, bensì diritti specificamente determinati, quali la proprietà di un particolare bene, l'usufrutto sullo stesso o il diritto di credito che vanta nei confronti di un terzo. Il successore a titolo particolare, quindi, succede soltanto nel rapporto prestabilito dal *de cuius*, non estendendosi la sua vicenda successoria ad altre posizioni attive o passive facenti parte dell'asse ereditario.

Qualora, quindi, i titoli di debito rappresentino l'oggetto di un'attribuzione a titolo particolare effettuata nei confronti di un soggetto non socio della società emittente, ci si chiede se sia legittimo ritenere che in capo all'investitore professionale qualificato risorga la responsabilità di cui all'art. 2384 c.c. Il legato attua il trasferimento in senso tecnico dei titoli di debito dalla sfera giuridica del *de cuius* a quella del beneficiario, la cui posizione rimane comunque distinta da quella del proprio dante causa.

Possiamo, in proposito, tracciare un parallelo con la situazione che si presenta qualora un socio trasferisca, con un atto con effetti *inter vivos*, i propri titoli di debito ad un soggetto terzo non socio della società emittente né rientrante nella categoria degli investitori professionali.

Se nella delibera di emissione dei titoli di debito nulla si precisa sul punto, senz'altro risorgerà la responsabilità dell'investitore professionale qualificato; se, al contrario, nella delibera suddetta è contenuta una clausola che limita la circolazione dei titoli solo ad investitori professionali o a soci della società emittente è necessario verificare, da un lato, la posizione del terzo acquirente nei confronti della società e, dall'altro, i rapporti interni tra acquirente e venditore.

Non pare possa porsi in dubbio l'assoluta carenza di legittimazione del terzo acquirente nei confronti della società, la quale potrà opporre a quest'ultimo la violazione della clausola di limitazione alla circolazione delle azioni. L'iscrizione nel Registro delle Imprese della delibera di emissione dei titoli, infatti, realizza gli effetti della pubblicità legale, con la conseguente opponibilità ai terzi. A ciò si aggiunga che, qualora i titoli siano emessi nelle forme dei titoli di credito, la clausola limitati-

va potrà essere apposta anche sul titolo stesso <sup>(49)</sup>.

Con riferimento, invece, ai rapporti interni tra le parti, la soluzione dipende dall'efficacia che si attribuisce al trasferimento dei titoli in spregio della clausola limitativa in questione <sup>(50)</sup>. Ove si aderisca, come qui pare preferibile, all'opinione che attribuisce efficacia meramente interna al trasferimento dei titoli, l'acquirente vanta un diritto di credito nei confronti dell'alienante corrispondente al valore patrimoniale dei titoli <sup>(51)</sup>.

Nel caso di trasferimento *mortis causa* a titolo particolare, il trasferimento avviene dal *de cuis* al legatario. Se la delibera di emissione dei titoli di debito nulla precisa in ordine alla circolazione degli stessi, l'acquisto dei titoli da parte di un soggetto non socio della società emittente né investitore professionale fa sorgere automaticamente la responsabilità dell'investitore professionale qualificato. In proposito, solo una clausola di limitazione alla circolazione dei titoli di debito per causa di morte a titolo particolare pare poter escludere tale eventualità <sup>(52)</sup>.

Sotto il profilo della qualificazione giuridica, è necessario distinguere le modalità di emissione del titolo di debito: se esso, cioè, sia o meno incorporato all'interno di un titolo di credito.

Il legato di titoli di debito, emessi in forma cartolare, pare rientrare nell'ambito dei legati di credito <sup>(53)</sup>. Al contrario, il legato di titoli di debito non incorporati in un titolo sembra poter essere ricondotto nella fattispecie dei legati di posizione contrattuale <sup>(54)</sup>.

Con riferimento ai legati di credito, il disposto dell'art. 658 c.c. dispone che questi ultimi hanno effetto per la sola parte di credito esistente al momento della morte del testatore. Si attua, nel caso di specie, una successione particolare nel credito da parte del legatario, il quale si sostituisce, analogamente a quanto accade nell'ordinaria cessione, al primitivo creditore nei confronti del debitore <sup>(55)</sup>. Il legato di credito pone in essere una vera e propria cessione del credito dal testatore al beneficiario rendendo applicabile parte della disciplina relativa a tale ultimo istituto.

L'erede onerato, legittimo o testamentario, deve consegnare al legatario i titoli del credito legato che si trovavano presso il testatore, essendo tuttavia escluso in capo allo stesso qualsiasi obbligo di garanzia in ordine alla solvenza del debitore <sup>(56)</sup>.

Sotto il profilo delle garanzie che accedono al credito, infine, "il credito è trasferito ... con le garanzie reali e personali e con gli altri accessori" (art. 1263 c.c.).

In relazione, invece, al legato di posizione contrattuale possiamo qui solo rilevare che esso non rappresenta una figura espressamente prevista dal legislatore,

ma introdotta dalla dottrina che si è occupata dell'argomento. In tale ipotesi, il legatario di posizione contrattuale subentra al *de cuius* nella stessa posizione dallo stesso assunta nel contratto.

Con specifico riferimento alla questione, oggetto di analisi, possiamo ritenere che il legatario, succeda al testatore nella medesima posizione giuridica assunta da quest'ultimo nell'ambito dell'emissione dei titoli di debito. Pertanto non scatteranno nei suoi confronti le più gravose garanzie previste nel caso di trasferimento a soggetti non soci.

Per quel che riguarda, invece, il legato di titoli di debito, riconducibile nella categoria del legato di credito <sup>(57)</sup>, ci si chiede come possa essere coordinata la disciplina di cui all'art. 2483 c.c. con la disciplina specifica della successione a titolo particolare <sup>(58)</sup>. Secondo tale ultima disposizione, la responsabilità dell'investitore qualificato risorge ogni qual volta si attui un trasferimento nei confronti di un soggetto diverso dai soci della società stessa o di investitori professionali. Nel caso di specie, quindi, possiamo dire che, tra le garanzie che accedono al credito, vi sia anche quest'ultima, la quale deriva direttamente dalla natura del credito legato <sup>(59)</sup>.

Come più sopra detto, la strada da percorrere, al fine di escludere la responsabilità dell'investitore professionale qualificato, è quella di limitare la circolazione dei titoli di debito per successione a titolo particolare solo a favore di soci della società o investitori professionali.

L'art. 2469 c.c. si occupa dei limiti alla circolazione delle partecipazioni sociali, ma non vi sono norme specifiche in ordine alla circolazione dei titoli di debito; il riferimento normativo rimane, nel caso di specie, solo l'art. 2483 c.c. nella parte in cui prevede che l'atto costitutivo possa prevedere "gli eventuali limiti, le modalità e le maggioranze necessarie per la decisione". Nei limiti *de quo* possono essere fatte rientrare le limitazioni alla circolazione *mortis causa* dei titoli di debito <sup>(60)</sup>.

## **11. Il trasferimento in via esecutiva dei titoli di debito.**

Passiamo infine ad esaminare l'ipotesi in cui i titoli di debito detenuti da un socio vengano ad essere trasferiti coattivamente a terzi a seguito della procedura indicata dall'art. 2797 c.c., ovvero nei casi di espropriazione forzata o di procedura concorsuale o di fallimento.

La prima situazione da esaminare è quella che riguarda la posizione della procedura nei riguardi della società emittente ed, in particolare, dell'investitore professionale tenuto alla prestazione di garanzia.

L'ipotesi non sembra tuttavia poter comportare particolari problemi in quanto sia nel caso di fallimento che di altra procedura concorsuale il socio titolare dei titoli di debito non viene privato del diritto di proprietà sugli stessi, ma subisce solamente delle limitazioni totali o parziali in merito alla sua capacità di amministrare e disporre <sup>(61)</sup>; non rinvenendosi alcun trasferimento reale della titolarità dei beni ad un soggetto diverso dal socio titolare non può scattare conseguentemente il regime delle garanzie posto in capo all'investitore professionale.

Diversa è l'ipotesi in cui nell'ambito della procedura concorsuale, o di quella esecutiva i titoli di debito vengano trasferiti a terzi soggetti che non siano né soci né investitori professionali. Anche qui si assiste ad una scissione della titolarità dei titoli da quella della partecipazione sociale a seguito dell' intervento espropriativo della quota.

Il problema non è direttamente risolto dalla scarna normativa dettata dalla riforma.

Appare pertanto opportuno verificare se possano trovare applicazione le risultanze cui sono pervenute dottrina e giurisprudenza in casi simili, quali quelli riguardanti l'acquisizione, da parte della procedura, di titoli mobiliari cui per legge o convenzionalmente siano stati apposti dei limiti alla loro circolazione; i casi esaminati attengono in particolare a procedure esecutive o concorsuali poste in essere con riguardo a quote di società a responsabilità limitata o a titoli azionari cui per statuto o per convenzione fossero state apposte delle clausole di prelazione o di gradimento <sup>(62)</sup>.

La posizione della dottrina e giurisprudenza tendeva inizialmente ad escludere l'operatività di tali clausole nell'ambito della vendita forzata, sulla base del fatto che tali limitazioni sarebbero poste a tutela di interessi solo privati e non societari <sup>(63)</sup>.

Tale orientamento è stato successivamente rivisto dalla giurisprudenza di legittimità <sup>(64)</sup>, la quale ha evidenziato come anche la clausola di prelazione non rifletta esclusivamente degli interessi individuali dei soci dal momento che anch'essa è espressione di un interesse più generale mirante al mantenimento dell'equilibrio delle partecipazioni all'interno degli assetti precedentemente costituiti <sup>(65)</sup>.

Inoltre anche il legislatore è intervenuto introducendo alcune fattispecie di prelazione operanti nell'ambito dell'espropriazione forzata <sup>(66)</sup>.

Sullo stesso piano si pone anche la fattispecie della prelazione dello Stato sui beni culturali, di cui da sempre la legge prevede l'operatività nell'ambito delle vendite forzate <sup>(67)</sup>.

Nelle clausole di prelazione che inducono a preferire un soggetto rispetto ad

un altro in caso di trasferimento delle partecipazioni, l'interesse meritevole di tutela è quello inteso ad impedire l'allargamento della compagine sociale a soggetti non graditi nonché ad evitare squilibri nei giochi di forza e potere all'interno di realtà aziendali a volte di piccole dimensioni.

Le suddette conclusioni non sembrano tuttavia estendibili anche all'ipotesi di esproprio – esecuzione riguardante i titoli di debito; qui non riteniamo che le esigenze generali che sottendono al realizzo del credito in capo alla procedura, possano subire interferenze in presenza di clausole di limitazione alla circolazione che evidentemente rispondono unicamente ad esigenze privatistiche e particolari quali quelle di non vedere esposti gli investitori professionali soggetti a vigilanza alla particolare garanzia prevista per legge dall'art. 2483 c.c.

Tanto più che le limitazioni suddette si porrebbero addirittura in antitesi alla *ratio* ispiratrice della norma in commento.

Qui, infatti, il legislatore, ponendosi sulla scia della legislazione posta a tutela del consumatore, ha inteso garantire la "parte debole" del rapporto, disponendo una garanzia ulteriore e particolare a favore di quest'ultima.

L'interesse che si è voluto proteggere assume, dunque, una valenza che va oltre la portata individuale e privatistica.

*Marco Dolzani - Elena Corso*

---

(1) In generale sui titoli di debito, si rinvia allo studio del Consiglio Nazionale del Notariato n. 5562/I *I titoli di debito delle società a responsabilità limitata* di M. STELLA RICHTER jr., approvato il 31 marzo 2005.

(2) Vedasi L. 3 ottobre 2001 n. 366 art. 3 comma II lett. g).

(3) Sull'emissione di titoli di debito, cfr., anche SPADA, *Classi e tipi di società dopo la riforma organica (guardando alla "nuova" società a responsabilità limitata)*, in *Riv. Dir. Civ.* 2003, I, 489 ss.; CAMPOBASSO, *La riforma delle società di capitali e delle cooperative*, Torino 2005, p. 197; GALLIGANO F., *Il nuovo diritto societario*, in *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, vol. XIX, Padova, 2003, p. 474; ZANARONE G., in AA.VV., *Diritto commerciale*, Bologna, 2004 (IV ed.), p. 302 s.; PORZIO, *I titoli di debito*, in *Il rapporto banca-impresa nel nuovo diritto societario*, Milano, 2004, 51 ss.; LIBONATI, *Diritto commerciale*, Milano, 2005; ASSOCIAZIONE PREITE, *Il nuovo diritto delle società* a cura di Olivieri, Presti e Vella, Bologna 2004, p. 244; CARRARO, *Titoli di massa e nuovo diritto delle società*, Padova, 2005; PATRIARCA, *I titoli di debito della s.r.l. tra opportunità e problemi interpretativi*, in *Quaderni di Banca, borsa e titoli di credito*, Milano, 2005; CASALI P., *I titoli di debito nella società a responsabilità limitata*, in [www.ipsoa.it/lesocietà](http://www.ipsoa.it/lesocietà).

- (4) Sul punto, v. SPADA, *L'emissione di titoli di debito nella nuova società a responsabilità limitata*, in *Riv. Soc.*, 2003, p. 802. Per quel che qui interessa, è opportuno sottolineare che già prima della riforma del diritto societario, che ha portato alla formulazione dell'art. 2483 c.c., la normativa speciale consentiva, anche alle s.r.l., l'emissione di titoli di debito nella forma di cambiali finanziarie (disciplinate dalla l. 13 gennaio 1994, n. 43) e di certificati di investimento. Sul punto, v. LUONI, *Emissione di titoli di debito*, in AA. VV., *Il nuovo diritto societario*, vol. II, Bologna, 2004, p. 1996 p. 1987 e ss. Secondo tale Autore il disposto di cui all'art. 2483 c.c. non ricomprende i titoli di debito già regolati da una specifica disciplina legislativa, che continuano ad essere soggetti ai precetti di quest'ultima.
- (5) Cfr., sul punto, STELLA RICHTER *jr.*, *op. cit.*, p. 8, il quale evidenzia che "i titoli di debito appartengono a un genere del quale le obbligazioni e i titoli di Stato sono due specie".
- (6) Tale decreto, conosciuto anche come T.U.F. (Testo Unico nell'intermediazione finanziaria), all'art. 18 n. 5, attribuisce al Ministero del Tesoro, di concerto con la Banca d'Italia e la Consob, di individuare nuove categorie di strumenti finanziari al fine di tener conto dell'evoluzione dei mercati relativi e delle norme di adattamento stabilite dalle autorità comunitarie.
- Il recente provvedimento del Comitato Interministeriale per il Credito ed il Risparmio 19 luglio 2005 n. 1058 (in G.U. 13-8-2005 n. 188) fa rientrare nella nozione di "strumenti finanziari di raccolta del risparmio" generalmente riservati alle Banche, "le obbligazioni, i titoli di debito e gli altri strumenti finanziari che comunque denominati .... contengono un obbligo di rimborso", escludendo per essi l'applicazione della riserva di emissione in capo esclusivamente alle banche, ma imponendo a tal fine alcune regole fra le quali: a) che gli strumenti finanziari diversi dalle obbligazioni e con esclusione di quelli destinati alla quotazione dei mercati regolamentari, abbiano un taglio minimo non inferiore a 50.000 Euro; b) che sia indicata l'identità del garante e l'ammontare della garanzia sugli strumenti finanziari di raccolta a sui registri a essi relativi.
- (7) Per la verità GIANNELLI, *Le operazioni sul capitale nella società a responsabilità limitata*, in *Giur. Comm.* 2003, I, 808, ritiene che l'espressione sia stata appositamente usata dal legislatore al fine di evitare l'associazione diretta con i titoli di credito e per "non evocarne tutto l'apparato tipologico e concettuale" quanto meno con riguardo alle modalità di circolazione. GALGANO, *Il nuovo diritto societario*, in *Trattato di diritto commerciale* (diretto da), XXIX, Padova 2003, p. 474, ritiene che i titoli di debito siano titoli da un punto di vista causale non diversi dalle obbligazioni.
- (8) In senso conforme, SPADA, *op. cit.*, p. 805, il quale esclude che il ricorso alla tecnica cartolare come modalità di emissione di titoli di debito sia la sola possibile, ma evidenzia la minor efficienza di sistemi diversi da quello cartolare.
- (9) Così testualmente, STELLA RICHTER *jr.*, *op. cit.*, p. 11, il quale evidenzia le caratteristiche minime che i titoli di debito emessi nella forma cartolare devono presentare; GALGANO, *Il nuovo diritto societario*, in *Trattato di diritto commerciale* (diretto da), XXIX, Padova 2003, p. 474, ritiene che i titoli di debito siano titoli da un punto di vista causale non diversi dalle obbligazioni. Idem SPADA, *op. cit.* p. 804, afferma la possibilità per i titoli di debito di avere un contenuto analogo a quello delle obbligazioni; in senso sostanzialmente conforme PATRIARCA, *op. cit.*, p. 27.
- (10) Così anche STELLA RICHTER *jr.*, *op. cit.*, p. 10.
- (11) L'esclusione dell'emissione di titoli al portatore deriva dalla garanzia ricollegata dalla legge al soggetto che trasferisce il titolo stesso. Vedi ampiamente sul punto post sub par. 2.
- (12) Così espressamente SPADA, *op. cit.*, p. 806; LUONI, *op. cit.*, p. 2002; PATRIARCA, *op. cit.*, p. 27.
- (13) Nella Relazione al decreto legislativo n. 6/2003 è evidenziato come la riserva di sottoscrizione agli investitori qualificati sia stata operata in quanto questi ultimi sono nella posizione di "meglio valutare effettivamente il merito del rischio" e pertanto di essere in grado di garantire *ex lege* la sol-



venza della società in maniera sostanzialmente coincidente con quella prevista in materia di cessione del credito.

- (14) Si tratta del Regolamento Consob approvato con deliberazione 1 luglio 1998 n. 11522 art. 31, cui fa rinvio l'art. 28 del Regolamento Consob 1999 n. 11971.
- (15) Così TASSINARI, *Il finanziamento della società mediante mezzi diversi dal conferimento*, in AA.VV. *La riforma della società a responsabilità limitata*, Milano, 2004, p. 139.
- (16) Così espressamente SPADA P. *op. cit.* p. 807; TASSINARI F., *op. cit.*, p. 142. Sostengono invece la possibilità di emissione di titoli al portatore BUSANI e CANALI in *Il Sole* 24 ore del 26 marzo 2003 che nello schema di statuto prospettato prevedono la possibilità di titoli al portatore. Aderisce a tale interpretazione LUONI, *Emissione di titoli di debito*, in AA. VV., *Il nuovo diritto societario*, vol. II, Bologna, 2004, p. 1996 nota 32.
- (17) In senso conforme, si esprime la Relazione al decreto legislativo che, sul punto, precisa che "la garanzia *ex lege* posta a carico degli investitori professionali è una garanzia sostanzialmente coincidente con quella prevista in materia di cessione del credito a carico del cedente che ha garantito la solvenza del debitore ceduto". In dottrina, cfr., LUONI, *op. cit.* p. 1995, il quale afferma che "il terzo acquirente del titolo potrà pretendere che l'investitore professionale risponda solo nei limiti di quanto ricevuto. L'acquirente cioè, avrà diritto di recuperare il solo corrispettivo della cessione e non l'importo del credito incorporato nel titolo". Così sembrerebbe anche SERALE, *Limiti all'emissione*, in AA.VV., *Il nuovo diritto societario*, vol. II, p. 1269.
- (18) In tal senso AUDINO A., *Limiti all'emissione*, in AA.VV., *Il nuovo diritto delle società*, vol. II, p. 1253.
- (19) Così TASSINARI, *op. cit.* p. 140, AUDINO A., *op. cit.* p. 1253.
- (20) Cfr. STELLA RICHTER *jr.*, *op. cit.*, p. 17; in tal senso anche PATRIARCA, *op. cit.*, p. 58.
- (21) Cfr. LUONI, *op. cit.*, p. 1997.
- (22) In tale senso CARRARO, *Titoli di massa e nuovo diritto delle società*, Padova, 2004, 135. Così anche TASSINARI, *op. cit.*, p. 140 che ritiene che ciascun acquirente del titolo di debito, se diverso da quelli indicati nell'ultima parte del II comma dell'art. 2483, può contare della responsabilità *ex lege* del proprio dante causa e di tutti i precedenti danti causa, tra i quali l'investitore professionale originario sottoscrittore.
- (23) Cfr. AUDINO, *op. cit.*, p. 1255 in nota.
- (24) Vedi Relazione illustrativa allo schema di decreto § 11.
- (25) Cfr. *supra* nota 4.
- (26) Così AUDINO, *op. cit.*, p. 1256. L'autore sostiene in proposito che i successivi acquirenti non assumono l'obbligazione di garanzia dissolvenza della società emittente neppure qualora siano degli stessi sottoposti a vigilanza prudenziale, ritenendo che la norma obblighi soltanto il primo sottoscrittore che immette i titoli sul mercato.
- Poiché l'apertura al ricorso al finanziamento di massa tramite emissione di titoli di debito abilita le società a responsabilità limitata al ricorso alla tecnica cartolare, l'utilizzo di tale modalità di circolazione determina l'insorgere in capo ai singoli giranti del più gravoso regime responsabilistico previsto dalla legge cambiaria. Il che comporta, fra l'altro, che il girante risponde in via di regresso nei confronti dell'ultimo prenditore.
- (27) Cfr. LOLLI, *Emissione di titoli di debito*, in AA. VV., *Il nuovo diritto delle società*, vol. III, Padova 2005, p. 2139. Cfr. STELLA RICHTER *jr.*, *op. cit.*, 2, il quale rileva che le perplessità in ordine all'effettivo utilizzo dell'istituto non sono dettate da difetti di disciplina, la quale peraltro appare snella ed equilibrata, ma "piuttosto dalla constatazione empirica che gli intermediari professionali chiamati a valutare il merito creditizio delle società emittenti" siano poco inclini ad assumere il ri-

schio conseguente a tale tipo di operazioni.

- (28) Appare infatti ben evidente che gli investitori professionali primi sottoscrittori, ove dovessero rimanere esposti alla garanzia prevista nell'art. 2483 per tutto il periodo di tempo previsto per la restituzione del prestito, richiederebbero ben più ampie garanzie da parte della società o dei singoli soci e comunque pretenderebbero un ritorno a livello di compenso globale certamente non inferiore a quello normalmente richiesto per l'apertura di un normale finanziamento.
- (29) Cfr. TASSINARI, *op. cit.*, p. 129 ss.
- (30) Si rinvia sul punto a quanto sostenuto nel precedente par. 1, ed alla Deliberazione del Comitato Interministeriale per il Credito ed il Risparmio dd. 19 luglio 2005 n. 1058, secondo cui in ogni caso i titoli di debito dovrebbero essere incorporati in documenti incorporanti l'obbligo del rimborso di determinate somme di taglio non inferiore a 50.000 Euro ciascuno, con ivi contenuto il nominativo del garante e l'ammontare della garanzia.
- (31) Cfr. STELLA RICHTER *jr.*, *op. cit.*, p. 7.
- (32) L'eventuale introduzione della clausola in questione, se pur può essere rapportata all'ipotesi di cui all'art. 2469 c.c., se ne discosta. Sotto il profilo, in particolare, dell'eventuale spettanza ai soci del d. di recesso, nel caso di introduzione di una clausola di limitazione alla circolazione dei titoli di debito, sembra qui doversi propendere per l'insussistenza. Non si tratta, infatti, né di un'ipotesi di intrasferibilità dei titoli né di un'ipotesi di gradimento mero, bensì dell'imposizioni di limiti oggettivi alla circolazione.
- (33) Per una disamina delle posizioni assunte in dottrina e giurisprudenza in ordine alle conseguenze della violazione della clausola di prelazione cfr. BUSI, *Le clausole di prelazione statutaria*, in *Rivista del Notariato*, 2005, p. 471 e segg.
- (34) Così DENTAMARO A., *Limiti alla circolazione di azioni*, in AA. VV., *Il Nuovo diritto societario*, Bologna, 2004, p. 395.
- (35) Cfr. DENTAMARO, *op. cit.*, p. 396.
- (36) Così ASSOCIAZIONE PREITE, *op. cit.*, 77; DENTAMARO, *op. cit.*, 396.
- (37) La mancanza della menzione del limite sul titolo circolante non può pertanto avere l'effetto di rendere inopponibile la limitazione alla circolazione nei rapporti tra la società ed i terzi acquirenti.
- (38) Le clausole di inalienabilità non costituiscono un limite, né un divieto in senso tecnico a carico del proprietario ma soltanto un obbligo che non inficia la validità dell'atto, così GIORGIANNI, *Obbligazione* (Diritto privato), in *Nss. D.I. XI*, Torino, 1965, p. 584. Il proprietario è semplicemente tenuto, nei confronti della controparte contrattuale nei cui confronti si è obbligato, a rispettare il patto pena il risarcimento del danno. Questa impostazione non è contraddetta peraltro dal diverso contenuto dell'art. 1260 ult. comma c.c. il quale dispone la possibilità per le parti di prevedere la incedibilità del credito, cfr. MOSCATI, *Alienazione* (divieto di) in *Enciclopedia Giur.* Treccani, p. 4.
- (39) Sulle limitazioni *mortis causa* alla circolazione dei titoli di debito vedi ampiamente post sub. par. 9.
- (40) Si pensi ad es. all'ipotesi di una società a responsabilità limitata con due soli soci o con una composizione meramente fatta da familiari stretti, relativamente ai quali solamente uno di loro abbia sottoscritto i titoli di debito.
- (41) Sul punto cfr. IEVA, *Le clausole limitative della circolazione delle partecipazioni societarie: profili generali e clausole di predisposizione successoria*, in *Studi e materiali del Consiglio Nazionale del Notariato, Quaderni Semestrali*, Milano, 2004, vol. I, p. 243.
- (42) Ad es. la validità del patto di preferenza a favore del somministratore è subordinata al fatto che la durata dell'obbligo non ecceda i cinque anni (art. 1566); il patto di non concorrenza previsto dagli artt. 2557, II e III comma e dall'art. 2596 I comma è indicato in cinque anni.

- (43) In tal senso BIANCA, *Diritto Civile, L'Obbligazione*, Milano 1992, 578.
- (44) Se così non fosse, rimarrebbe aperta la strada per eludere la norma in oggetto. Del resto, secondo i principi generali che informano il nostro sistema, si può pretendere che la parte contrattuale valuti i rischi connessi alla situazione esistente al momento della conclusione del contratto, ma non che sia esposta alle conseguenze alle conseguenze derivanti da eventi futuri ed incerti.
- (45) In generale, sul punto, cfr., tra gli altri, BONILINI, *Manuale di diritto ereditario e delle donazioni*, Torino, 2000, p. 4 e ss.; AZZARITI, *Le successioni e le donazioni*, Napoli, 1990.
- (46) Nell'*institutio ex re certa*, il testatore non determina direttamente la quota del beneficiario, la quale è desumibile solo *ex post* rapportando il valore dei singoli beni a quello del patrimonio sociale, ma i singoli beni spettanti all'istituto. Nell'esempio prospettato nel testo il *de cuius* istituisce un erede nella titolarità della quota sociale ed un altro in quella dei titoli di debito: il valore di entrambe le istituzioni verrà determinato al momento dell'apertura della successione e ciascun erede subentrerà nella posizione giuridica del proprio dante causa per la parte di eredità ricevuta. Alle stesse conclusioni si perviene quand'anche la sola partecipazione sociale sia attribuita a titolo di legato ad un soggetto diverso dal beneficiario dei titoli di debito che abbia la qualifica di erede.
- (47) Per il trasferimento a titolo di legato v. *post sub.* par. 10.
- (48) Sulla distinzione tra successione a titolo universale ed a titolo particolare, tra gli altri, v. AZZARITI, *op. cit.*, p. 515 ss.; CAPOZZI MENGONI BONILINI, *op. cit.*, p. 6 ss.; ID., *Il testamento*, Padova, 1995, p. 104 ss.
- (49) Come più sopra detto, il legislatore non prevede formalità particolari per l'emissione dei titoli di debito, lasciando ampio spazio discrezionale alla società emittente, la quale può optare o meno per la forma cartolare.
- (50) Sulle diverse posizioni giuridiche in ordine all'efficacia *inter partes* e nei confronti dei terzi della clausola limitativa alla circolazione dei titoli di debito cfr. *supra sub.*, par. 6.
- (51) Si potrà, in proposito, ritenere che il socio, che ha alienato i titoli di debito in spregio della clausola di prelazione, dovrà riscuotere i dividendi dalla società e corrispondere il *tantundem* al proprio acquirente. La dottrina non ha ancora avuto modo di occuparsi del problema specifico della alienazione dei titoli di debito in presenza di una clausola di limitazione alla circolazione degli stessi. Per quanto attiene, invece, il diverso problema dell'alienazione di partecipazioni azionarie in contrasto con clausole limitative alla loro circolazione e l'efficacia del trasferimento tra le parti del negozio traslativo cfr. ANGELICI, *La circolazione delle partecipazioni azionarie*, in *Trattato delle s.p.a.* diretto da Colombo e Portale, vol. 2\*, Torino, 1991, p. 101 ss. Più in generale, sui vincoli alla circolazione delle azioni, nel nuovo diritto societario, MARICONDA S., *Il trasferimento delle partecipazioni societarie*, in *Studi e Materiali, Studi sulla riforma del diritto societario*, Milano, 2004, p. 252 ss.
- (52) Anche nel caso di legato di titoli di debito, la presenza di una clausola siffatta pone gli stessi problemi, già affrontati nel testo con riferimento ai trasferimenti *inter vivos*, relativi all'opponibilità dell'acquisto da parte del legatario alla società emittente ed all'efficacia del trasferimento, quantomeno per quanto riguarda la sua valenza patrimoniale, in favore del legatario. Sotto il primo profilo, la presenza di una clausola di limitazione alla circolazione *mortis causa* dei titoli di debito legittima la società a negare il pagamento degli interessi al legatario che non rivesta la qualifica di socio della società; sotto il secondo, invece, il legatario può rivalersi nei confronti dell'erede del contenuto patrimoniale dei titoli di debito esistenti nell'asse ereditario.
- (53) Cfr., sulla qualificazione giuridica del legato di credito, BONILINI, *op. ult. cit.*, p. 116-117; AZZARITI, *op. cit.*, p. 550 ss.
- (54) Cfr. in generale BONILINI, *Autonomia testamentaria e legato*, Milano 1990; PADOVINI, *Rapporto*

*contrattuale e successione a causa di morte*, Milano 1991, 115 ss.; GRADASSI, *Clausole testamentarie in tema di legato di posizione contrattuale* in *Notariato*, 1/1999, p. 43; MARTONE, *Legato di posizione contrattuale* in *Studium Juris*, 1/1998, p. 53. In generale, nel legato di posizione contrattuale si pone il problema dell'eventuale consenso del terzo contraente, ad accettare il subentro del legatario nella medesima posizione del suo dante causa. Si ritiene in proposito applicabile la disciplina sulla cessione del contratto di cui all'art. 1406, in base alla quale per il perfezionamento della fattispecie sarà necessario il consenso, manifestato eventualmente anche preventivamente, del contraente ceduto.

- (55) Sotto il profilo della validità del legato, trovano applicazione i principi generali, secondo i quali esso per avere effetto deve avere ad oggetto un credito esistente, almeno in parte, alla morte del testatore; nel caso contrario, si cade nell'ipotesi di legato di cosa non esistente nell'asse ed in quanto tale inesistente.
- (56) Sulla base delle considerazioni svolte *supra sub par. 4*, sembra infatti preferibile ritenere che la responsabilità della solvenza della società prevista nel II comma dell'art. 2483 c.c. sia riferibile esclusivamente all'ultimo investitore professionale soggetto a vigilanza prudenziale. Pertanto non sussiste il problema circa la interferenza della disciplina speciale dettata dall'art. 2483 c.c. con quella generale indicata dall'art. 658 c.c. e, di conseguenza, sembra esclusa la responsabilità dell'erede quale successore nelle obbligazioni del *de cuius*.
- (57) Il legato di titoli di debito ha efficacia diretta nei confronti del beneficiario e non obbligatoria. Esso, cioè, non conferisce al legatario il diritto ad una prestazione nei confronti dell'onerato. Sulla natura giuridica del legato obbligatorio, tra gli altri, BONILINI, *op. ult. cit.*, p. 118.
- (58) La successione a titolo particolare nel credito fa subentrare il legatario nella stessa posizione giuridica dell'originario creditore, legittimandolo a pretendere il pagamento degli interessi connessi ai titoli di debito nei confronti della società emittente. Per quanto attiene poi alle garanzie che assistono il credito, queste non possono mutare nel caso di cessione di credito, sia che ciò avvenga per atto tra vivi, sia che ciò avvenga attraverso la predisposizione di un legato di credito.
- (59) Il legato di titoli di debito non si differenzia, quanto a natura giuridica, dal trasferimento *inter vivos* dei titoli medesimi: il successore a titolo particolare subentra nella posizione del suo dante causa quanto alle pretese creditorie nei confronti della società debitrice ed è garantito dalle medesime garanzie alle quali si aggiunge, se egli non è socio della società emittente i titoli di debito o investitore professionale, quella dell'investitore professionale soggetto a vigilanza prudenziale.
- (60) Rimane da chiarire quale sia la posizione del legatario, non socio, cui siano stati legati titoli di debito in relazione ai quali, all'atto di emissione, sia stato posto il limite del divieto del trasferimento *mortis causa* a titolo particolare. Il beneficiario dei titoli di debito non potrà vantare pretese nei confronti della società, stante la limitazione alla circolazione dei titoli iscritta al Registro delle Imprese ed eventualmente annotata sul titolo, né nei confronti degli eredi legittimi o testamentari del *de cuius*, i quali non sono tenuti a garantire la *bonitas nominis*, in quanto il credito, che qui attiene ai titoli di debito, "non può che intendersi legato qual'è, sia esso esigibile o inesigibile", così testualmente AZZARITI, *op. ult. cit.*, p. 551. La via per uscire dall'impasse potrebbe essere ricercata a monte. Il testatore dovrebbe aver cura di condizionare il legato al fatto che il legatario posseda, al momento dell'apertura della successione, la qualità di socio della società emittente i titoli di debito; oppure prevedere a favore del legatario, nel caso in cui si verifichi la suddetta condizione, anche un legato obbligatorio posto a carico degli eredi di corrispondere al beneficiario una somma corrispondente al valore dei titoli di debito.
- (61) Nel fallimento ai sensi dell'art. 42 della L. fallimentare il fallito è privato solo dell'amministrazione e della disponibilità dei beni esistenti alla data di dichiarazione del fallimento. Nel caso di concor-

dato preventivo invece il debitore conserva anche l'amministrazione dei beni ma è sottoposto alla vigilanza particolare indicata dall'art. 167 della L. fallimentare. In caso di amministrazione controllata invece l'imprenditore resta sottoposto al controllo di gestione stabilito dal tribunale ai sensi dell'art. 187 della L. fallimentare e può essere eventualmente esonerato in tutto o in parte dai poteri amministrativi e gestori dell'impresa in caso di nomina del commissario giudiziale (cfr. art. 191 L.F.).

- (62) Sul punto cfr. anche BUSI, *op. cit.* p. 501.
- (63) In tal senso Cass. 3 aprile 1991, n. 3482 in *Riv. Le Società*, IPSOA, 1991, 9, 1203; Cass. 19 novembre 2003 n. 17523 in *Riv. Not.*, 2004, 495 con nota adesiva di Di Zillo.
- (64) In realtà, la Suprema Corte (Sez. I, 12 giugno 2001 n. 7879 in *Le Società*, IPSOA anno 2002, 42) distingue il caso del trasferimento coattivo disposto ai sensi dell'articolo 2797 da quello effettuato nell'ambito di procedure di espropriazione forzata. Nel primo caso, ribadendo l'efficacia reale della clausola di prelazione che consentirebbe al socio pretermesso di agire per far dichiarare la nullità o comunque l'inefficacia della cessione, ritiene pienamente operativa la clausola stessa anche nel caso di trasferimento coattivo, imponendo pertanto alla procedura di notificare l'offerta di vendita agli altri soci per essere preferiti nei riguardi dell'eventuale terzo estraneo offerente. Nel caso di espropriazione forzata di quote di società a responsabilità limitata, invece, la Suprema Corte con sentenza 3 aprile 1991 n. 3482 aveva ritenuto che l'articolo 2480 (non novellato per la parte che ci riguarda) che prevede che la società possa presentare un diverso acquirente anche dopo l'aggiudicazione all'incanto, non opererebbe in ipotesi di limitazione della circolazione derivante da patto di prelazione, essendo tale limite posto a tutela di interessi solo privati e non societari. Tuttavia la stessa Cassazione ha successivamente precisato che anche la clausola di prelazione tutela direttamente interessi societari aprendo così la strada alla possibilità di ritenere che tutte le limitazioni statutarie alla circolazione delle quote possono rendere operante la speciale procedura prevista dall'articolo 2480 (cfr. Cass. 15 luglio 1993 n. 7859 in *Le Società*, IPSOA, anno 1994, 185). In proposito, Platania in commento a Cass. 12 giugno 2001 sopra citata, afferma che in linea generale non c'è incompatibilità tra trasferimento coattivo e limitazione della circolazione delle partecipazioni.
- (65) Cfr. Cass. 15 luglio 1993 n. 7859, in *Riv. Le Società*, IPSOA, 1994, 2, 185.
- (66) Ad es. l'art. 3, comma 4, della legge 23 luglio 1991 n. 223 attribuisce all'affittuario di azienda il diritto di prelazione, nell'ambito della vendita forzata in sede fallimentare.
- (67) Cfr. D.lgs. 22-1-2004 n. 42.

*(Riproduzione riservata)*