

PUBBLICAZIONE TRIMESTRALE

ISSN: 2279-9737

Rivista
di Diritto Bancario

dottrina
e giurisprudenza
commentata

SECONDO SUPPLEMENTO

OTTOBRE / DICEMBRE

2025

rivista.dirittobancario.it

DIREZIONE

DANNY BUSCH, GUIDO CALABRESI, PIERRE-HENRI CONAC,
RAFFAELE DI RAIMO, ALDO ANGELO DOLMETTA, GIUSEPPE FERRI
JR., RAFFAELE LENER, UDO REIFNER, FILIPPO SARTORI,
ANTONELLA SCIARRONE ALIBRANDI, THOMAS ULEN

COMITATO DI DIREZIONE

FILIPPO ANNUNZIATA, PAOLOEFISIO CORRIAS, MATTEO DE POLI,
ALBERTO LUPOI, ROBERTO NATOLI, MADDALENA RABITTI,
MADDALENA SEMERARO, ANDREA TUCCI

COMITATO SCIENTIFICO

STEFANO AMBROSINI, SANDRO AMOROSINO, SIDO BONFATTI,
FRANCESCO CAPRIGLIONE, FULVIO CORTESE, AURELIO GENTILI,
GIUSEPPE GUIZZI, BRUNO INZITARI, MARCO LAMANDINI, DANIELE
MAFFEIS, RAINER MASERA, UGO MATTEI, ALESSANDRO
MELCHIONDA, UGO PATRONI GRIFFI, GIUSEPPE SANTONI,
FRANCESCO TESAURO⁺

COMITATO ESECUTIVO

ROBERTO NATOLI, FILIPPO SARTORI, MADDALENA SEMERARO

COMITATO EDITORIALE

ADRIANA ANDREI, ANGELA MARIA AROMOLO DE RINALDIS,
SEBASTIANO BELFI, GIOVANNI BERTI DE MARINIS, BENEDETTA
BONFANTI, ALESSANDRA CAMEDDA, ANDREA CARRISI, GABRIELLA
CAZZETTA, EDOARDO CECCHINATO, PAOLA DASSISTI, ANTONIO
DAVOLA, ANGELA GALATO, ALBERTO GALLARATI, EDOARDO
GROSSULE, LUCA SERAFINO LENTINI, PAOLA LUCANTONI, EUGENIA
MACCHIAVELLO, UGO MALVAGNA, ALBERTO MAGER, EMANUELA
MIGLIACCIO, GIANPAOLO PANETTA, FRANCESCO PETROSINO,
ELISABETTA PIRAS, CHIARA PRESCIANI, FRANCESCO QUARTA,
ELEONORA RAJNERI, CARMELA ROBUSTELLA, GIULIA TERRANOVA,
DAVIDE TOCCOLI, VERONICA ZERBA (SEGRETARIO DI REDAZIONE)

COORDINAMENTO EDITORIALE

UGO MALVAGNA

NORME PER LA VALUTAZIONE E LA PUBBLICAZIONE

LA RIVISTA DI DIRITTO BANCARIO SELEZIONA I CONTRIBUTI OGGETTO DI PUBBLICAZIONE SULLA BASE DELLE NORME SEGUENTI.

I CONTRIBUTI PROPOSTI ALLA RIVISTA PER LA PUBBLICAZIONE VENGONO ASSEGNATI DAL SISTEMA INFORMATICO A DUE VALUTATORI, SORTEGGIATI ALL'INTERNO DI UN ELENCO DI ORDINARI, ASSOCIATI E RICERCATORI IN MATERIE GIURIDICHE, ESTRATTI DA UNA LISTA PERIODICAMENTE SOGGETTA A RINNOVAMENTO.

I CONTRIBUTI SONO ANONIMIZZATI PRIMA DELL'INVIO AI VALUTATORI. LE SCHEDE DI VALUTAZIONE SONO INVIATE AGLI AUTORI PREVIA ANONIMIZZAZIONE.

QUALORA UNO O ENTRAMBI I VALUTATORI ESPRIMANO UN PARERE FAVOREVOLE ALLA PUBBLICAZIONE SUBORDINATO ALL'INTRODUZIONE DI MODIFICHE AGGIUNTE E CORREZIONI, LA DIREZIONE ESECUTIVA VERIFICA CHE L'AUTORE ABBIAPPORTATO LE MODIFICHE RICHIESTE.

QUALORA ENTRAMBI I VALUTATORI ESPRIMANO PARERE NEGATIVO ALLA PUBBLICAZIONE, IL CONTRIBUTO VIENE RIFIUTATO. QUALORA SOLO UNO DEI VALUTATORI ESPRIMA PARERE NEGATIVO ALLA PUBBLICAZIONE, IL CONTRIBUTO È SOTTOPOSTO AL COMITATO ESECUTIVO, IL QUALE ASSUME LA DECISIONE FINALE IN ORDINE ALLA PUBBLICAZIONE PREVIO PARERE DI UN COMPONENTE DELLA DIREZIONE SCELTO RATIONE MATERIAE.

IL PRESENTE FASCICOLO RACCOGLIE GLI ATTI DEL CONVEGNO «L'ORDINAMENTO FINANZIARIO ITALIANO VERSO IL MERCATO UNICO DEI CAPITALI. IMPATTI PER LE IMPRESE, GLI INTERMEDIARI, I MERCATI, LE AUTORITÀ DI VIGILANZA» TENUTOSI PRESSO L'UNIVERSITÀ CA' FOSCARI VENEZIA I GIORNI 8 E 9 MAGGIO 2025 NELL'AMBITO DEL PRIN_2020 – “AN ANALYSIS OF THE ITALIAN FINANCIAL LEGAL FRAMEWORK VIS-A-VIS THE CAPITAL MARKETS UNION ACTION PLAN: THE PERSPECTIVE OF REGULATORY FRAGMENTATION AND SUSTAINABILITY” (BANDO 2020 PROT. 2020SMP7A7).

NON SONO INCLUSE LE SEGUENTI RELAZIONI, IN QUANTO GIÀ OGGETTO DI PUBBLICAZIONE SU QUESTA O SU ALTRE RIVISTE:

- A. BROZZETTI, UNIONE BANCARIA E MERCATO UNICO DEI CAPITALI: QUALCHE RIFLESSIONE SU SINERGIE E OSTACOLI ANCHE NELLA PROSPETTIVA DELLA “SIU”, IN EUROPEAN LAW AND FINANCE REVIEW, 2025, I, 90-102.
- G. DESIDERIO, IL SERVIZIO DI CONSULENZA IN MATERIA DI INVESTIMENTI: PROSPETTIVE DI RIFORMA E CRITICITÀ NELLA RETAIL INVESTMENT UNION, IN QUESTA RIVISTA, 2025, I, 77-103.
- A. SACCO GINEVRI, APPUNTI SU DIRITTO DI RECESSO E MAGGIORAZIONE DEL VOTO, IN RIV. SOC., 2025, II, 372-382.
- M. SEPE, LA DECLINAZIONE NAZIONALE DELLA CAPITAL MARKETS UNION NELLA RIFORMA DELLA DISCIPLINA DEI MERCATI DEL TUF, IN RIV. TRIM. DIR. ECON., 2025, I, 301-321.

SEDE DELLA REDAZIONE

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI TRENTO, FACOLTÀ DI GIURISPRUDENZA, VIA VERDI 53,
(38122) TRENTO – TEL. 0461 283836

Finanziamenti Bancari e Finanza Innovativa: il «caso» dei Minibond tra «Legge Capitali» e difficoltà interpretative

SOMMARIO: 1. Premessa metodologica di diritto dell'economia. – 2. La riforma dell'art. 2483 c.c. e le ricadute sul mercato dei *minibond*: ... – 3. (Segue) ... un'analisi empirica degli effetti normativi. – 4. Considerazioni conclusive.

1. Premessa metodologica di diritto dell'economia

Ringrazio sentitamente il Prof. Alberto Urbani per l'invito ad intervenire su un tema di così elevato spessore scientifico; disquisire di *Capital Markets Union* (CMU) ha una rilevanza, tra l'altro, anche figurativa, in considerazione della circostanza che il presente incontro si colloca a ridosso delle celebrazioni della Giornata dell'Europa che richiama gli ideali fondativi del progetto europeo improntati alla solidarietà tra Stati.

Sotto tale profilo, la CMU e il *Savings and Investments Union* (SIU) sono progetti ambiziosi per l'UE essendo preordinati a superare la frammentazione dei mercati finanziari europei, attraverso la canalizzazione del risparmio privato verso l'economia reale.

È facilmente intuibile il motivo per cui, nell'instabile situazione geopolitica propria dei nostri tempi, la realizzazione di una CMU potrebbe allora rappresentare un'importante risposta istituzionale in linea con l'intento di rafforzare l'UE nel complesso. Si è in presenza, dunque, di progetti che non traggono le proprie ragioni squisitamente da scelte giuridico-economiche o politiche, ma che ben si raccordano con il senso della Giornata dell'Europa.

In qualità di coordinatore del PRIN 2020 dal titolo *An analysis of the italian financial legal framework vis-a-vis the capital markets union action plan: the perspective of regulatory fragmentation and sustainability*¹, desidero in questa sede conclusiva – che segna il termine di un percorso triennale di intensa attività scientifica – illustrare alcuni risultati che il gruppo di ricerca ha conseguito. Nello specifico, come già anticipato in occasione dell'incontro di Napoli tenutosi ad ottobre 2024 presso il Monastero di Santa Chiara, il nostro contributo

¹ Le attività del Prin sono tutte consultabili sul sito www.prinrossano.it

ha avuto l'opportunità di concretizzarsi anche sul piano operativo, attraverso la partecipazione attiva al processo di riforma di alcune disposizioni del Codice civile introdotte con la cd. Legge Capitali (legge n. 21 del 5 marzo 2024).

Preliminarmente, ritengo però opportuno soffermarmi, seppur brevemente, sul piano metodologico e, per così dire, del *feeling* interpretativo. L'approccio metodologico, com'è noto, concerne il complesso degli strumenti logico-analitici utilizzati per inquadrare una specifica problematica con sistematicità; epperò, in ambiti regolatori in continua trasformazione, come quello in questa sede affrontato, accanto alla dimensione tecnica, acquista rilievo, a nostro avviso, una componente non meno decisiva ovvero quella dell'*intuizione* intesa come sensibilità contestuale. Il nesso tra metodo e *feeling* emerge chiaramente nella capacità dell'interprete di calibrare l'impianto normativo alle necessità del contesto, valorizzando i fattori che consentono di cogliere i bisogni di un certo ambito.

Si condivide, pertanto, in questa sede, l'orientamento dottrinale secondo cui non è più sufficiente limitarsi allo studio delle singole disposizioni, quasi che l'ordinamento economico potesse essere studiato con un approccio meramente sezionale. Occorre, piuttosto, un salto qualitativo nel metodo che sappia valutare l'impatto che ogni intervento normativo o interpretativo produce sui mercati, adottando una visione d'insieme capace di cogliere le interconnessioni esistenti tra regole e dinamiche economiche. Il metodo del diritto dell'economia, come è stato opportunamente osservato, richiede l'impegno da parte degli studiosi volto all'individuazione di «criteri di misurazione» che, pur nella difficoltà di una quantificazione esaustiva, rendano le scelte interpretative verificabili e l'impatto sul mercato almeno stimabile². Occorre, in altri termini, coniugare rigore e sensibilità avendo la premura di dialogare con l'economia.

Va allora affinata la capacità di misurare l'impatto delle riforme non soltanto sul piano giuridico, ma anche in termini di effetti reali sull'ordinamento economico; ne deriva l'opportunità di tenere in debito conto gli indicatori quantitativi, i dati empirici, le dinamiche di sistema, introducendo così, seppur gradualmente, una logica di misurabilità e

² Cfr. M. RABITTI, *Diritto dell'economia e funzione ordinante del mercato*, in corso di pubblicazione.

accountability anche nell'ambito delle scienze giuridiche. In tale prospettiva, dovrebbe attenuarsi quella tradizionale separazione tra settori bibliometrici e non bibliometrici, aprendo ad un metodo multidisciplinare in cui la rilevanza dell'elaborazione scientifica si misura anche per la sua incidenza sul piano di sistema. Ma, com'è evidente, questa è, per certi versi, un'altra questione; una riflessione che investe direttamente il significato della scienza giuridica nel presente e il suo rapporto con le altre scienze sociali, soprattutto in ambito universitario.

2. La riforma dell'art. 2483 c.c. e le ricadute sul mercato dei minibond:

La riforma di diritto societario ha bilanciato, tra l'altro, l'esigenza di favorire l'accesso delle PMI-S.r.l. a nuove fonti di finanziamento con quella di garantire comunque un'adeguata tutela per gli investitori meno esperti. In quest'ottica, l'art. 2483 c.c. ha consentito alle s.r.l. di emettere titoli di debito, riservando tuttavia la sottoscrizione degli stessi esclusivamente a soggetti sottoposti a vigilanza prudenziale (come, ad esempio, le banche).

Si è inteso per tale via contenere i pericoli derivanti dalla circolazione dei menzionati strumenti emessi da società non quotate a favore di soggetti *retail*, i quali potevano confidare sull'esperienza e la solidità patrimoniale di intermediari vigilati³. Merita, tuttavia, di essere evidenziato che la norma richiedeva la sottoscrizione da parte del soggetto supervisionato anche nell'ipotesi in cui i titoli fossero stati destinati esclusivamente ad investitori professionali, ossia in contesti nei quali non risultavano in concreto configurabili esigenze di protezione di soggetti *retail*. Tale circostanza ha suscitato perplessità in

³ La *ratio* sottesa a tale disposizione normativa è unanimemente ricondotta all'esigenza di tutelare le ragioni del risparmiatore cfr., per tutti, N. ABRIANI, *Emissioni di titoli di debito*, in *Codice della Società*, Milano, 2016, 2106 ss. Tale interesse emerge chiaramente dal testo della Relazione Illustrativa allo schema di d. lgs. n. 3, del 17 gennaio 2003 secondo cui «la soluzione elaborata (...) dall'art. 2483 c.c., sulla base delle indicazioni della legge di delega, è stata quella (...) di imporre, nel caso in cui i titoli vengono successivamente trasferiti, come può risultare economicamente necessario al fine di procacciarsi 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».

dottrina, in quanto di fatto ha limitato l'autonomia negoziale dei privati senza che vi fossero effettive esigenze di tutela⁴.

Tale orientamento, sul piano delle concretezze, non ha contribuito a favorire lo sviluppo del mercato di riferimento. Nonostante i diversi interventi del legislatore italiano (già a partire dal 2012) volti a promuovere strumenti di finanziamento in favore delle PMI, infatti, la rigidità di talune disposizioni normative, come quella oggetto di indagine in questa sede, ha costituito un ostacolo al pieno sviluppo del mercato dei capitali: la finalità di ridurre la cronica dipendenza delle PMI dal credito bancario si è spesso scontrata con un impianto normativo poco incline a sostenere un'effettiva apertura delle imprese al mercato.

In controtendenza rispetto alla menzionata impostazione, la recente novella dell'art. 2483 c.c., introdotta dall'art. 3, comma 3, della legge 5 marzo 2024, n. 21 (c.d. "Legge Capitali"), segna un passaggio di significativa rilevanza nel quadro delle fonti di accesso delle società a responsabilità limitata al mercato dei capitali. Con la previsione del nuovo terzo comma, si consente, infatti, alle S.r.l. di emettere titoli di debito destinati ad investitori professionali, i quali potranno essere sottoscritti anche da soggetti non sottoposti a vigilanza prudenziale, purché tale condizione sia chiaramente indicata nel regolamento di emissione, senza possibilità di modifica.

Si è in presenza di un intervento che mira ad alleggerire, in modo mirato, i vincoli tradizionalmente imposti a tutela dei risparmiatori, valorizzando l'autonomia negoziale nel contesto di rapporti tra operatori qualificati. Viene così meno, per dette operazioni, l'obbligo della cd. "interposizione qualificata" del soggetto vigilato, con il correlato effetto di ridurre sensibilmente il costo della provvista per le imprese emittenti. La scelta legislativa si fonda, come è stato sottolineato anche nel *dossier* illustrativo del Senato⁵, sulla considerazione che la garanzia offerta da un intermediario vigilato comporta oneri significativi che incidono sulla sostenibilità economica delle operazioni di finanziamento. È solo il caso di precisare che, a

⁴Al riguardo si rinvia, anche per i riferimenti bibliografici, a D. ROSSANO, P. MESSINA, *Il collocamento di titoli di debito di S.r.l.: profili causali e limiti operativi*, in *Riv. dir. soc.*, 1, 2021, 208 ss.

⁵Cfr. Dossier del 6 novembre 2023, Interventi a sostegno della competitività dei capitali, A.C. 1515.

seguito del menzionato intervento legislativo, resta immutato il regime di tutela previsto per gli investitori al dettaglio: in caso di circolazione secondaria dei titoli verso tale categoria di soggetti, continuerà ad applicarsi l'obbligo della sottoscrizione o interposizione da parte di un investitore professionale sottoposto a vigilanza prudenziale, al fine di assicurare un presidio di garanzia a protezione degli interessi del risparmio diffuso.

In termini operativi, i principali beneficiari della modifica dell'art. 2483 c.c. risultano essere le società emittenti minibond vale a dire strumenti di debito ideati per le piccole e medie imprese non quotate, con l'obiettivo di accedere a fonti di finanziamento alternative ai tradizionali canali bancari. Tali strumenti, caratterizzati da un ammontare generalmente contenuto (inferiore ai 50 milioni di euro), da una scadenza predeterminata e da procedure di emissione semplificate rispetto a quelle ordinarie, possono altresì essere negoziati su mercati dedicati agli investitori professionali, in particolare sull'ExtraMOT PRO di Borsa Italiana (oggi Euronext Access Milan). Tale piattaforma consente agli emittenti di dimensioni contenute di accedere al mercato dei capitali, garantendo al contempo una maggiore flessibilità in termini di obblighi informativi e procedure autorizzative.

Nonostante ciò, l'esperienza finora maturata, a partire dall'introduzione dei minibond con il cd. Decreto Sviluppo, ha evidenziato effetti pronunciati a favore di imprese di dimensioni medio-grandi, talvolta quotate, dotate di strutture organizzative e capacità finanziarie adeguate a sostenere i costi non trascurabili legati all'emissione e alla gestione degli strumenti. Ne consegue che l'impatto effettivo della disciplina sulle PMI, cui essa era originariamente destinata, sia risultato in parte attenuato, anche a causa delle barriere tecniche che ne hanno limitato l'accesso reale a tale segmento del mercato dei capitali.

Ciò posto, non può non rilevarsi come, sino alla recente riforma introdotta dalla cd. Legge Capitali, l'assetto normativo risultasse affetto da un evidente disallineamento. In particolare, nell'ambito delle operazioni di cartolarizzazione, l'art. 1, comma 1-bis, della legge 30 aprile 1999, n. 130, come modificato dal D.L. n. 145/2013 e successivamente dalla legge n. 145/2018, consentiva alla società veicolo (SPV) di sottoscrivere titoli di debito emessi da una S.r.l. anche in deroga al disposto dell'art. 2483, secondo comma, c.c., a condizione

che i titoli della cartolarizzazione fossero destinati a investitori qualificati *ex art.* 100 TUF. Tale deroga creava una disparità evidente: mentre nel contesto delle cartolarizzazioni era ammessa una semplificazione del regime giuridico, in tutti gli altri casi le PMI-S.r.l. erano obbligate a ricorrere ad un soggetto vigilato (tipicamente una banca) per la sottoscrizione dei *minibond*, con i relativi oneri e con il timore che, in caso di circolazione successiva presso il pubblico *retail* (anche in violazione del regolamento di emissione), quest'ultimo dovesse rispondere della solvenza dell'emittente.

Sotto questo profilo, dunque, la novella legislativa ha avuto il merito di ricondurre a coerenza le diverse discipline di settore, eliminando una distinzione non più giustificabile sul piano di sistema, e rendendo più agevole e meno oneroso per le PMI l'accesso diretto al mercato dei capitali, nel rispetto della necessaria tutela degli investitori.

3. (*Segue*) ... un'analisi empirica degli effetti normativi

Volendo misurare, secondo il metodo proprio del diritto dell'economia in precedenza richiamato, l'impatto prodotto dalla riforma dell'art. 2483 c.c. sul mercato dei *minibond*, si impone l'adozione di un approccio empirico, fondato sull'osservazione dei principali indicatori quantitativi e sull'analisi delle dinamiche evolutive del settore di riferimento. Tale prospettiva consente, infatti, di valutare con maggiore attendibilità l'effettiva portata della novella legislativa, superando letture meramente formali del dato normativo e valorizzando, invece, le ricadute concrete sull'attività degli operatori economici. In tale prospettiva, assume particolare rilievo il monitoraggio periodico condotto dall'Osservatorio Minibond del Politecnico di Milano, il cui Report aggiornato ad aprile 2025 offre una fotografia dettagliata dell'andamento del mercato. I dati raccolti consentono non solo di individuare le tendenze emergenti, ma anche di delineare il profilo degli operatori attivi nel segmento, fornendo così una base solida per valutare – in prospettiva – la portata effettiva della modifica normativa introdotta dalla cd. Legge Capitali.

Nel corso del 2024, in cima alla graduatoria degli investitori si collocano i fondi e le banche estere, i quali – pur intervenendo in un numero limitato di operazioni – detengono una quota significativa, pari al 33%, grazie ad importi medi di sottoscrizione elevati. Le banche

italiane mantengono un ruolo rilevante, con una partecipazione del 31%, confermandosi attori centrali anche nel finanziamento alle PMI attraverso strumenti di debito. Al terzo posto si trovano i fondi italiani di *private debt*, la cui quota si attesta al 18%, in flessione rispetto agli anni precedenti. È opportuno, tuttavia, precisare che tali fondi finanziano spesso le imprese attraverso contratti di *direct lending* che non rientrano nel perimetro dei *minibond* tracciati dal Report, con ciò contribuendo a spiegare parzialmente il dato in calo. Cassa Depositi e Prestiti, in virtù soprattutto del proprio coinvolgimento nelle operazioni di *basket bond*, occupa il quarto posto con una quota pari al 10%. Chiudono il quadro le società di *asset e wealth management* (5%), le finanziarie regionali (1%) e altri investitori minori, con una quota residuale pari al 2%⁶. Alla luce di ciò, può dirsi che sono attratti dal mercato dei *minibond* investitori diversificati tra i quali i fondi esteri, le banche, gli operatori istituzionali.

Più in generale, secondo le informazioni raccolte dall'Osservatorio Minibond, relativi agli anni che vanno dal 2013 al 2024 e basati su un campione di 1.339 società per emissioni inferiori ai 50 milioni di euro, il 62,2% delle società è rappresentato da società per azioni, il 35,6% da società a responsabilità limitata, l'1,7% da società cooperative, lo 0,3% da società consortili e lo 0,2% da veicoli esteri operanti in Italia; le PMI risultano pari a 861 unità, corrispondenti dunque al 64,3% del campione⁷.

Le banche, dunque, continuano ad avere un ruolo preminente tra i sottoscrittori di *minibond*. Ciò si spiega anche alla luce della formulazione originaria dell'art. 2483 c.c., che, indipendentemente dalla destinazione dei titoli di debito, subordinava la loro sottoscrizione all'intervento di un soggetto sottoposto a vigilanza prudenziale, imponendo quindi un vincolo che di fatto canalizzava le emissioni soprattutto verso operatori bancari. Parimenti, la prevalenza delle s.p.a. tra gli emittenti non stupisce, considerati i costi – anche in termini di complessità organizzativa – che una s.r.l. avrebbe dovuto sostenere per accedere al mercato dei capitali in tali condizioni.

⁶ Cfr. Osservatorio Minibond, *11° Report italiano sui minibond*, p. 59, pubblicato ad aprile 2025 e scaricabile al link <https://www.osservatoriefi.it/efi/osservatorio-minibond/>.

⁷ *Ibidem*, 3 s.

Alla luce della recente modifica introdotta dalla Legge Capitali, che consente la sottoscrizione anche da parte di soggetti non vigilati ove i titoli siano riservati ad investitori professionali, è lecito attendersi un mutamento della composizione del mercato: da un lato, un progressivo incremento delle s.r.l. tra gli emittenti; dall'altro, una graduale riduzione della centralità delle banche tra i primi sottoscrittori.

Volendo invece verificare se la riforma abbia già prodotto effetti tangibili sul mercato, a parere di chi scrive, appare opportuno concentrare l'attenzione sui portali di *crowdfunding* specializzati in *minibond*. Come emerge dal Report italiano sui Minibond sopra menzionato, i portali autorizzati per il collocamento di detti titoli sono passati da 3 nel 2023 a ben 27 al 31 dicembre 2024, a soli otto mesi quindi dall'entrata in vigore della riforma. Si tratta di un fattore particolarmente significativo, che evidenzia l'interesse suscitato dal nuovo quadro normativo e che, a nostro avviso, giustifica tale crescita alla luce della semplificazione introdotta dalla Legge Capitali, la quale ha eliminato vincoli normativi rilevanti.

Restano tuttavia, anche nell'ambito adesso in osservazione, alcune incongruenze di rilievo. L'art. 2468, comma 1, c.c. stabilisce, come è noto, che «le partecipazioni dei soci non possono essere rappresentate da azioni né costituire oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari». Al contrario, l'art. 100-ter, comma 1, T.U.F., prevede, come è noto, che, «in deroga a quanto previsto dall'articolo 2468, primo comma, del codice civile, le quote di partecipazione» in s.r.l. possano costituire oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari anche attraverso le piattaforme di crowdfunding, purché nei limiti previsti dalla disciplina europea (il Regolamento UE n. 1503 del 2020).

Evidente è l'anomalia che in detto contesto si registra tenuto conto che attraverso le piattaforme di crowdfunding gli investitori *retail* possono facilmente accedere al capitale delle s.r.l., ma ad essi è precluso l'acquisto diretto di titoli di debito, sebbene questi ultimi, almeno in teoria, dovrebbero costituire un tipo di investimento meno rischioso.

4. Considerazioni conclusive

Nonostante le modifiche apportate all'art. 2483 c.c., permangono alcune criticità che avrebbero meritato un trattamento più approfondito

in sede di riforma. Tra queste, assume particolare rilievo la questione delle conseguenze derivanti dalla violazione della prescrizione che limita la circolazione dei titoli di debito esclusivamente tra investitori professionali, laddove si verifichi una indebita cessione a *retail*. In particolare, occorre interrogarsi se, nelle ipotesi di indebito trasferimento dei titoli in spregio della destinazione originariamente prevista, la garanzia prevista dal secondo comma dell'art. 2483 c.c. debba comunque essere prestata.

Il dubbio potrebbe emergere avuto riguardo alla circostanza che, durante l'esame parlamentare, era stato inserito — e poi rimosso — un inciso che esentava esplicitamente dall'obbligo di prestare la garanzia *ex lege* i soggetti sottoposti a vigilanza prudenziale, insieme agli investitori professionali. La cancellazione di questo riferimento nel testo definitivo della legge potrebbe suggerire che le banche restino comunque obbligate a fornire la garanzia prevista dalla legge qualora il titolo dovesse impropriamente circolare tra investitori *retail*. Dovranno pertanto essere valutate in futuro le conseguenze derivanti dall'acquisto di *minibond*, normalmente riservati a investitori professionali, da parte di soggetti *retail*, in caso di violazione delle regole di emissione. In tali ipotesi, tali investitori potranno godere o meno della garanzia *ex lege*?

A nostro avviso, la risposta al quesito posto dovrebbe essere negativa, sia sulla base del tenore letterale della disposizione in esame, sia per ragioni di opportunità. In primo luogo, l'art. 2483 c.c. adesso chiarisce che il regolamento di emissione non può prevedere modifiche in ordine alla destinazione originaria dei titoli; condizione quest'ultima che dovrebbe essere ben nota al soggetto *retail* interessato all'acquisto. Inoltre, acquista specifica rilevanza in detto contesto il fatto che l'acquirente dei menzionati titoli, confidando nella loro specifica destinazione ad investitori professionali, non dovrebbe poter essere esposto al rischio di sostenere il costo di una garanzia in caso di insolvenza dell'emittente. Diversamente, la riforma rischierebbe di risultare inefficace, configurandosi come un sicuro insuccesso.

Se questa impostazione viene condivisa, sarà allora necessario accertare le conseguenze derivanti dalla violazione del regolamento di emissione e, in particolare, quelle connesse ad eventuali cessioni di titoli, riservati esclusivamente ad investitori professionali, a favore di soggetti *retail*. A nostro avviso, tali trasferimenti dovrebbero essere considerati nulli perché effettuati in violazione di una norma imperativa

volta a tutelare interessi generali, sulla base del presupposto che, in materia di tutela del risparmio, le esigenze di salvaguardia assumono un rilievo preminente.

A ben considerare la questione potrebbe presentare analogie con quanto già affrontato dalla dottrina in riferimento al secondo comma dell'art. 2483 c.c.; ci si riferisce all'orientamento che ha ritenuto nulla la sottoscrizione di titoli da parte di soggetti non in possesso dei requisiti soggettivi previsti dalla norma⁸. A tale conclusione può pervenirsi, tuttavia, soltanto laddove non sussistano margini di ambiguità circa la finalità sottesa all'emissione dei titoli. In tale prospettiva, appare imprescindibile che il regolamento di emissione non si limiti a un generico richiamo alla destinazione riservata agli investitori professionali, ma contenga un'esplicita menzione dell'avvenuta emissione in conformità a quanto previsto dall'art. 2483, comma 3, cod. civ.

A ben considerare, si tratta, con ogni evidenza, di difficoltà interpretative che si sarebbero potute evitare se, in sede di riforma, si fosse proceduto all'abrogazione del secondo comma dell'art. 2483 c.c., la cui permanenza appare oggi fonte di incertezza applicativa. Del resto, il mercato di tali titoli si caratterizza, a dirla tutta, per una circolazione fortemente limitata tra investitori *retail*, per cui le esigenze di tutela che la norma originariamente intendeva presidiare non sembrano, allo stato, rinvenirsi in concreto con la medesima intensità.

Sotto altro profilo, non può non rilevarsi come la riforma abbia omissso di affrontare in modo esplicito il nodo, da tempo dibattuto, relativo all'individuazione del soggetto tenuto a rispondere della solvenza dell'emittente in caso di circolazione dei titoli. Una presa di posizione chiara del legislatore in tal senso avrebbe consentito di evitare ambiguità interpretative e favorito una maggiore efficienza del mercato. Come è noto, infatti, le tesi interpretative in argomento si presentano tra loro alternative e tuttora controverse. A fronte di un orientamento che riconduce l'imposizione legale della garanzia unicamente a capo del sottoscrittore, si riscontra l'opinione di coloro per i quali risulta

⁸ Cfr. M. CAMPOBASSO, *I titoli di debito delle s.r.l. fra autonomia privata e tutela del risparmio*, in *Il nuovo dir. soc.*, in *Liber Amicorum* G.F. Campobasso, P. ABBADESSA – G.B. PORTALE (diretto da), III, Torino, 2007, 1304. Cfr., altresì, anche per i riferimenti bibliografici, U. MINNECI, *Profili finanziari*, Sez. I – *Titoli di debito*, in *Trattato delle società*, V. DONATIVI (diretto da), Tomo III, 2022, 836.

decisiva la posizione di chi trasferisce, di fatto, il titolo al cliente *retail*, e ciò a prescindere dalla circostanza per la quale tale soggetto sia sottoposto a vigilanza prudenziale. A nostro avviso, appare coerente con il tenore letterale della disposizione, nonché con l'obiettivo ultimo avuto di mira dal legislatore, la tesi di chi considera garante della solvenza dell'emittente (non già l'ultimo degli investitori professionali tout court, ma) l'ultimo dei soggetti sottoposti a vigilanza prudenziale. Tale soluzione, a differenza di altre ricostruzioni prospettate in dottrina, presenta il rilevante vantaggio di incentivare l'acquisto dei titoli da parte di soggetti effettivamente interessati, i quali potranno confidare sulla presenza di una garanzia prestata da operatori dotati di adeguati requisiti di patrimonializzazione. Al contempo, essa evita di esporre il primo sottoscrittore, spesso estraneo alla catena di successivi trasferimenti, al rischio di dover rispondere della solvibilità dell'emittente sino alla scadenza dei titoli, con evidente effetto deterrente sul mercato⁹.

In conclusione, può dirsi che l'analisi fin qui condotta, consente di cogliere non solo la portata innovativa della riforma dell'art. 2483 c.c., ma anche le sue persistenti criticità. Il nuovo assetto normativo, pur segnando un passo in avanti verso una maggiore apertura delle s.r.l. al mercato dei capitali, richiede tuttavia interventi correttivi mirati, volti a rafforzare la coerenza complessiva del sistema e a garantire un bilanciamento effettivo tra esigenze di semplificazione e tutela degli investitori.

⁹ Cfr. C. MARASCO, *Limiti normativi allo sviluppo del mercato dei green bond: la proposta di riforma dell'art. 2483 c.c.*, in questa *Rivista*, Supplemento, Ottobre/Dicembre, 2023, 87 ss.