

## **Trasformazione (fusione e scissione) di s.p.a. che ha emesso obbligazioni in s.r.l.**

\*\*\*

**Una s.p.a. che ha emesso obbligazioni può trasformarsi in (partecipare ad una fusione la cui risultante sia una/scindersi dando luogo ad una) società a responsabilità limitata anche senza estinguere o novare il prestito obbligazionario, purché lo statuto della società trasformata preveda la possibilità di emettere titoli di debito e, alternativamente:**

- a) le obbligazioni siano state emesse ai sensi dell'articolo 2412, comma secondo, c.c., (in misura eccedente i limiti di cui al primo comma del medesimo articolo ma siano destinate alla sottoscrizione da parte di investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale a norma delle leggi speciali) ed i soci-obbligazionisti, ove presenti, abbiano prestato il loro consenso;**
- b) un soggetto avente le caratteristiche dell'investitore professionale presti una garanzia fideiussoria in ordine alla solvenza della società trasformata avente le caratteristiche di cui all'articolo 2483 c.c..**

\*\*\*

### *1) La fattispecie ed il quesito.*

La possibilità per una società per azioni che avesse emesso obbligazioni di trasformarsi in una società a responsabilità limitata era, prima della riforma, sostanzialmente preclusa. La dottrina assolutamente prevalente negava l'ammissibilità dell'operazione ed una nota sentenza della Cassazione aveva addirittura sancito la nullità della trasformazione per violazione di norme imperative<sup>1</sup>.

L'operazione poteva sfuggire alle censure solo in due particolari ipotesi:

- a) estinzione del prestito attraverso il rimborso anticipato, se previsto dal regolamento di emissione od accettato dall'assemblea degli obbligazionisti;
- b) novazione soggettiva (offerta di obbligazioni di altra società legittimata all'emissione) od oggettiva (conversione in finanziamento ordinario) del prestito, in ordine alla quale si dubitava ulte-

---

<sup>1</sup> Cass. 14 febbraio 1995, n. 1574, in *Giust. civ.*, 1995, I, 1833: "L'art. 2486, comma 3, c.c., il quale non consente l'emissione di obbligazioni alla società a responsabilità limitata, esprime, a difesa degli interessi generali inerenti all'accesso al mercato del risparmio, la scelta legislativa di consentire il ricorso al prestito obbligazionario solo alla società su base azionaria, e quindi stabilisce per la prima società una situazione di incompatibilità con il detto prestito non solo in relazione al suo momento genetico (emissione delle obbligazioni) ma in tutte le sue successive fasi e sino a quando i titoli vengano a scadere e siano pagati ai legittimi presentatori. Ne deriva che, in pendenza del suddetto prestito obbligazionario, la società per azioni non può trasformarsi in società a responsabilità limitata, con la conseguente nullità, per violazione di norme imperative, della relativa delibera di trasformazione presa in detto periodo".

riormente se per concedere il nulla osta fosse legittimata l'assemblea degli obbligazionisti o servisse invece il consenso unanime di questi ultimi.

In realtà poteva prospettarsi anche una terza ipotesi, nel caso di prestito obbligazionario convertibile, che, per quanto più complessa, lasciava spazio ad un'applicazione delle norme in materia di fusione e scissione, configurando la possibilità di conversione anticipata del prestito quale strumento idoneo a permettere la trasformazione della società emittente<sup>2</sup>.

Il quadro odierno suggerisce una riconsiderazione del problema<sup>3</sup>, in quanto l'introduzione della figura dei titoli di debito e le loro notevoli affinità con il titolo obbligazionario, sia dal punto di vista della struttura sia delle caratteristiche circolatorie, aprono differenti prospettive: in particolare il regime circolatorio delle due forme di finanziamento riservate l'una - le obbligazioni - solo alla s.p.a. e l'altra - i titoli di debito - anche alla s.r.l. non è del tutto identico, ma diventa molto simile in talune circostanze, al punto che "si ridimensiona, ma non si elimina affatto, il problema della ammissibilità della trasformazione di s.p.a. che abbia in circolazione obbligazioni in società a responsabilità limitata"<sup>4</sup>.

## 2) *La soluzione.*

Dal mutato quadro normativo emergono in particolare due nuove ipotesi di soluzione della questione, che si aggiungono alle preesistenti e meritano alcuni approfondimenti che saranno brevemente sviluppati:

a) il caso in cui le obbligazioni siano state emesse ai sensi dell'articolo 2412, comma secondo, c.c., (in misura eccedente i limiti di cui al primo comma del medesimo articolo ma siano destinate alla sottoscrizione da parte di investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale a norma delle leggi speciali) ed i soci-obbligazionisti, ove presenti, abbiano prestato il loro consenso;

b) il caso in cui un soggetto avente le caratteristiche dell'investitore professionale presti una garanzia fideiussoria in ordine alla solvenza della società trasformata avente le caratteristiche di cui all'articolo 2483 c.c.

## 3) *La motivazione della soluzione a)*

La prima ipotesi<sup>5</sup> muove dalla considerazione che il titolo di debito della s.r.l. può avere tutte le caratteristiche strutturali dell'obbligazione emessa dalla s.p.a.: l'unico *gap* attinente al regime

---

<sup>2</sup> Vedi ampiamente G. F. CAMPOBASSO, *op. cit.*, p. 470 e N. Abriani, *Prestito obbligazionario e limiti "impliciti" alla trasformazione delle società*, in *Giur. comm.*, 1996, II, 760 ed ivi p. 770 ss..

<sup>3</sup> Già lo evidenziava in sede di primo commento alla riforma un'autorevole dottrina: P. MARCHETTI, *Le obbligazioni*, in Aa. Vv., *Il nuovo ordinamento delle società*, a cura di S. Rossi, Milano, 2003, p. 213 ed ivi p. 223.

<sup>4</sup> P. MARCHETTI, *op. cit.*, p. 223.

<sup>5</sup> P. MARCHETTI, *op. cit.*, p. 223; A. GIANNELLI, *Commento all'art. 2413*, in *Commentario alla riforma delle società*, a cura di P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Milano, 2006, p. 165 ss.; C. Mosca, *Commento*

circolatorio, secondo cui il primo può essere sottoscritto solo da un investitore professionale soggetto a vigilanza prudenziale a norma delle leggi speciali e può successivamente circolare in quanto chi lo trasferisce risponde della solvenza della società nei confronti degli acquirenti che non siano investitori professionali o soci della società, sembra colmato proprio dalla previsione del secondo comma dell'art. 2412 c.c., che introduce un regime di sottoscrivibilità e garanzia della successiva circolazione delle obbligazioni emesse eccedendo i limiti di legge analogo a quello appena descritto.

L'affermazione secondo cui, ove le obbligazioni fossero state emesse ai sensi dell'articolo 2412, comma secondo, c.c., la trasformazione non comporterebbe alcun problema, necessita però di alcune precisazioni.

*In primis* lo statuto della s.r.l. dovrà prevedere, *ex art.* 2483 c.c., la possibilità di emettere titoli di debito, ma tale circostanza riguarda più un'accortezza redazionale dell'atto che non un'esigenza peculiare di questa specifica ipotesi, essendo un dato comune a tutte le fattispecie oggetto di queste brevi note. Allo stesso modo, lo statuto della s.r.l. dovrà disciplinare ampiamente e dettagliatamente, tenendo conto delle caratteristiche dei titoli emessi originariamente dalla s.p.a., i limiti e le modalità di emissione e circolazione, l'organo competente per eventuali modificazioni, i quorum deliberativi e, non ultime, dovrà dettare le caratteristiche dell'organizzazione dei portatori di titoli di debito, mancando ogni forma di disciplina legale<sup>6</sup>.

L'apparente equivalenza - sottoscrivibilità del titolo e garanzia *ex lege* sulla sua successiva circolazione - attiene peraltro solo alla quota di obbligazioni emesse in eccedenza rispetto alle soglie dell'art. 2412, comma primo, c.c.: l'aliquota emessa nel rispetto dei limiti legali, infatti, non gode del particolare regime circolatorio previsto dal comma secondo, non può essere equiparata sotto tale profilo ai titoli di debito e deve trovare, in caso di trasformazione della società, una soluzione tra quelle storicamente individuate, da un lato, e quella proposta al punto *b)* di questo orientamento, dall'altro.

Questo in linea teorica, perché se si riflette sulle effettive caratteristiche del prestito obbligazionario in "esubero" ai sensi del secondo comma dell'articolo 2412, probabilmente si dovrà convenire con le conclusioni di un'attenta dottrina<sup>7</sup>, secondo cui difficilmente potrà verificarsi un'emissione che in parte rispetti i limiti ed in parte li superi: si porrebbe infatti, forse sin dal momento del collocamento e sicuramente nella successiva circolazione sul mercato secondario, un rilevante problema di riconoscibilità dei titoli "garantiti" dall'investitore professionale rispetto a quelli

---

*all'art. 2499, in Commentario alla riforma delle società*, a cura di P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Milano, 2006, p. 57 ss..

<sup>6</sup> Una adeguata disciplina statutaria evita ogni possibile dubbio interpretativo; così anche A. GIANNELLI, *op. cit.*, pp. 167-168, che concorda su queste esigenze.

<sup>7</sup> GIANNELLI, *op. cit.*, pp. 105-106, al quale si rimanda per un'ampia casistica che dimostra le rilevanti difficoltà pratiche.

emessi entro i limiti. In mancanza di soluzioni certe, tanto per le obbligazioni dematerializzate quanto per quelle incorporate in un titolo cartaceo, e non potendosi ricavare l'invalidità di un'emissione così strutturata da una norma che al contrario vuole espressamente legittimarla, si dovrebbe probabilmente concludere che l'intera emissione debba essere garantita dalla speciale responsabilità sulla solvenza dell'emittente.

Ma vi è un ulteriore aspetto che merita alcune considerazioni. La garanzia dell'investitore professionale sulla solvenza dell'emittente contemplata dall'art. 2412, comma secondo, non è esattamente identica a quella dell'art. 2483 e, pur operando in modo analogo, secondo quanto sostiene la dottrina unanime, si estende ad un arco di soggetti più limitato: nella s.r.l., infatti, il socio acquirente di titoli di debito perde tale beneficio e non gode di alcuna "copertura" in caso di *default* dell'emittente.

La previsione è condivisibile e la sua *ratio* ben si può cogliere nel contesto più personalistico di tale tipo societario, che legittima la presunzione di una più profonda conoscenza del complessivo equilibrio finanziario della società da parte del socio<sup>8</sup>. Ma tale logica entra in crisi quando si confronta con la trasformazione regressiva: l'ex socio di s.p.a., infatti, nel momento in cui ha sottoscritto obbligazioni della sua società eccedenti il limite di legge, era protetto da una previsione di legge che gli garantiva la solvenza della società a prescindere dalla sua qualità di socio e proprio tale tutela viene meno con la trasformazione in s.r.l., se non sono introdotti correttivi negoziali specifici. Si verifica cioè un netto peggioramento delle caratteristiche della garanzia del finanziamento, che il titolare potrebbe vedere deteriorarsi in quanto socio, perché costretto a subire la deliberazione della maggioranza sulla trasformazione, ma non può tollerare in quanto obbligazionista, senza aver prestato alcuno specifico consenso od aver riscontrato l'introduzione di correttivi al riguardo<sup>9</sup>.

Il problema si pone, peraltro, solo per il socio-obbligazionista che non ha approvato la trasformazione, perché chi acquista i titoli di debito *post* trasformazione non solo non può subire alcun peggioramento della qualità del proprio credito, ma principalmente agisce in modo consapevole; conscio cioè che quei titoli di debito, conformemente alla disciplina *ex art.* 2483, non sono coperti da alcuna garanzia *ex lege* se di proprietà di un socio.

In questo caso, quindi, emerge la necessità di valutare l'opportunità/necessità di una delibera dell'assemblea degli obbligazionisti ai sensi dell'art. 2415, comma 1, n. 5, se non addirittura di un consenso individuale dei singoli obbligazionisti.

---

<sup>8</sup> L'esigenza sottesa alla garanzia *ex lege* poggia principalmente sulla tutela degli "investitori incapaci di valutare compiutamente i rischi connessi al finanziamento di una piccola società di capitali come è per lo più la s.r.l.": così, ad esempio, A. Giannelli, *Commento all'art. 2483*, in *Commentario alla riforma delle società*, a cura di P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Milano, 2006, p. 1337 ed ivi p. 1338.

<sup>9</sup> Nè la possibilità di recedere *ex art.* 2437 c.c. soddisfa tale istanza, attenendo allo *status* di socio e non a quello di obbligazionista.

In una prospettiva di più ampio respiro, da un lato si potrebbe argomentare che il loro consenso sia indispensabile in quanto essi "perdono" le garanzie offerte dal tipo societario s.p.a. in termini di entità del capitale minimo - superiore alla s.r.l. - e di controlli - obbligatorietà del collegio sindacale -; ma dall'altro la sussistenza di una garanzia *ex lege* prestata da un soggetto qualificato - inderogabile nella s.r.l. - rende più sfumati questi profili, assolutamente rilevanti invece nel caso di emissione "ordinarie" e non garantite.

Analoghe considerazioni giustificano l'assenza nella s.r.l. dei limiti legali all'indebitamento di cui all'art. 2412 c.c.<sup>10</sup>: il maggiore rischio finanziario derivante dalla accresciuta capacità di chiedere risorse conseguente al mutamento tipologico della società debitrice è, infatti, più che compensato e sostanzialmente neutralizzato dalla presenza della garanzia di legge sulla solvenza dell'emittente, che prescinde dall'entità del debito stesso.

Pertanto, per quanto ad un primo sommario esame la posizione dell'obbligazionista non appaia lesa - il titolo di debito mantiene le medesime regole circolatorie, le stesse caratteristiche in ordine ai tempi e modi del rimborso, nonché identica remunerazione<sup>11</sup> -, nel caso prospettato, quando cioè l'obbligazionista è anche azionista, egli perde, come riflesso della trasformazione, una garanzia che prima assisteva la sua posizione.

Per concludere sul punto, sembra quindi che non si possa deliberare la trasformazione regressiva in presenza di azionisti/obbligazionisti:

- i) se il regolamento del prestito non lo prevede, in tal caso non ponendosi alcun problema di tutela del singolo;  
*od in alternativa*
- ii) senza averli "consultati". Ed in questo caso la qualificazione del mutamento delle garanzie che assistono il prestito tra le "modificazioni delle condizioni del prestito", come tali di competenza dell'assemblea degli obbligazionisti, rimane una questione molto incerta<sup>12</sup> e non modificata dalla riforma societaria, al punto che si consiglia prudenza nel giudizio omologatorio.

#### 4) *La motivazione della soluzione b)*

Si può invece più agevolmente giungere ad una conclusione positiva ed innovativa percorrendo la strada indicata al punto b) della massima.

---

<sup>10</sup> Così la dottrina assolutamente prevalente: vedi, *ex multis*, A. Giannelli, *op. cit.*, p. 1339, e la dottrina ivi citata.

<sup>11</sup> Con ciò potendosi escludere una qualsiasi modifica delle condizioni del prestito *ex art.* 2415, comma primo, n. 2.

<sup>12</sup> Così, per tutti, G. F. CAMPOBASSO, *op. cit.*, p. 498.

Prima, però, pare opportuno dare conto di due tradizionali opinioni dottrinali, favorevoli alla trasformazione in esame senza alcun particolare correttivo ma rimaste sostanzialmente isolate che, nel mutato quadro normativo, continuano a non offrire argomenti decisivi per la soluzione della questione.

La prima<sup>13</sup> fondava la soluzione positiva sull'interpretazione "letterale" del divieto di "emissione" previsto dal previgente art. 2486, comma terzo, c.c., che doveva intendersi riferito al momento genetico del prestito e non alle successive vicende che interessavano la società emittente, la cui libertà, anche di deliberare operazioni straordinarie, non poteva essere compressa se non da espressi limiti di legge; la seconda<sup>14</sup> ammetteva la trasformazione solo nella particolare situazione di cui all'art. 2447 c.c. allorquando, al fine di evitare lo scioglimento della società, si poteva "tollerare" un'operazione altrimenti vietata dalla legge.

Oltre alle specifiche motivazioni che già prima della riforma consigliavano una diversa soluzione<sup>15</sup>, le tesi paiono ancora oggi non condivisibili *tout court* poiché, se applicate, permetterebbero l'"assunzione" da parte della s.r.l. di un prestito obbligazionario di una s.p.a. e creerebbero conseguentemente una duplice categoria di titoli di debito: quelli emessi *ab origine* da una s.r.l., soggetti alla disciplina di cui all'art. 2483 c.c.; quelli "assunti", relativi ad *ex* obbligazioni di s.p.a., che alla stessa – che appare di natura imperativa in quanto posta a tutela dei terzi<sup>16</sup> – sfuggirebbero con inaccettabili ripercussioni sul loro regime circolatorio.

La soluzione innovativa, che sembra pienamente rispettosa di tutte le istanze emerse nelle brevi note precedenti, è invece quella di introdurre, in sede di trasformazione, un elemento di garanzia fornito proprio da un investitore professionale soggetto a vigilanza: una fideiussione, cioè, che dovrebbe avere le caratteristiche richieste dall'articolo 2483 c.c. e quindi garantire la solvenza della società a tutela degli assegnatari dei titoli di debito emessi in sostituzione delle obbligazioni<sup>17</sup>. Così

---

<sup>13</sup> G. FERRI, *Prestito obbligazionario, intrasformabilità della società, proroga dell'esercizio sociale*, in *Riv. dir. Comm.*, 1986, II, p. 430 ss..

<sup>14</sup> D. PETTITI, *I titoli obbligazionari delle società per azioni*, Milano, 1964, p. 173 ss.; F. FENGHI, *Note critiche sull'art. 2412 c.c.*, in *Riv. soc.*, 1967, p. 972 ss. e in *La riduzione del capitale*, Milano, 1974, p. 172 ss..

<sup>15</sup> Vedi in sintesi quanto riportato da N. ABRIANI, *op. cit.*, p. 766 ss. e gli autori ivi citati.

<sup>16</sup> Così, in modo condivisibile, A. GIANNELLI, *op. cit.*, p. 169.

<sup>17</sup> Per primo ipotizza una simile soluzione F. TASSINARI, *Il finanziamento della società mediante mezzi diversi dal conferimento*, in AA. VV., *La riforma della società a responsabilità limitata*, Milano, 2004, p. 117 ed ivi pp. 143-144 ed in *La trasformazione cd. regressiva (da società di capitali in società di persone) e le altre fattispecie di trasformazione cd. omogenea*, in AA. VV., *La trasformazione delle società*, Milano, 2005, p. 125 ed ivi pp. 165. Condividono poi una simile impostazione P. FERRO LUZZI E F. CHIAPPETTA, *Fusione e prestiti obbligazionari di società per azioni*, in *Riv. Soc.*, 2005 ed ivi pp. 138-139; G. CABRAS, *Commento all'art. 2483*, in *Società di capitali. Commentario*, a cura di G. NICCOLINI E A. STAGNO D'ALCONTRES, Napoli, 2004, vol. III, p. 1691 ed ivi p. 1704.

La questione si pone in termini analoghi nell'ambito delle operazioni di fusione e scissione che implicano anche una trasformazione e correttamente, la dottrina più attenta, ritiene applicabile anche ad esse la medesima soluzione: vedi infatti F. MAGLIULO, *La fusione delle società*, Milano, 2005, p. 291 e S. CACCHI PESSANI, *Commento all'art. 2503 bis*, in *Commentario alla riforma delle società*, a cura di P. MARCHETTI, L.A. BIANCHI, F. GHEZZI, M. NOTARI, Milano, 2006, p. 798, per la fusione; G. SCOGNAMIGLIO, *La scissione*, in *Tratt. delle soc. per azioni*, diretto da G.E. COLOMBO e G.B. PORTALE, Torino, 2004, vol. 7\*2, p. 1 ed ivi p. 308 alla nota 226 per la scissione.

cadrebbe quella obiezione legata alla creazione di una sorta di “doppio regime” di circolazione dei titoli di debito, che distingue tra quelli che godono *ab origine* – in quanto emessi da una s.r.l. – della garanzia ex 2483 c.c. e quelli che ne sarebbero privi, in quanto “ereditati” a seguito della trasformazione regressiva.

Presupponendo che la delibera di trasformazione mantenga le caratteristiche del prestito obbligazionario, conformando sulle obbligazioni gli emittenti titoli di debito anche relativamente al regime circolatorio<sup>18</sup>, questa soluzione ha il pregio di soddisfare pressoché ogni possibile variante di trasformazione; lascia irrisolto unicamente il problema – esaminato nel paragrafo precedente – della tutela del socio-obbligazionista nel caso di emissione di obbligazioni eccedente i limiti di legge, socio che divenendo titolare di titoli di debito vede peggiorare le garanzie che assistono il proprio credito. In ogni altra situazione, salvo valutare il costo economico, presumibilmente non lieve, di una simile garanzia, dal punto di vista giuridico si aprono scenari impensabili sino a prima della riforma: non è così anomalo immaginare una situazione nella quale la proprietà, che gode della fiducia di alcuni istituti bancari, scelga di approdare al modello s.r.l. per ragioni contingenti chiedendo, in altra forma, proprio ad una di quelle banche, di “garantire” il prestito obbligazionario emesso e “trasformato” in titoli di debito; il costo della garanzia, tra l'altro, potrebbe essere contenuto entro limiti ragionevoli introducendo apposite clausole sulla circolazione dei titoli, quali ad esempio *lock up* contrattati tra il socio-creditore della società, in quanto originariamente sottoscrittore delle obbligazioni, e la banca stessa.

Quella in esame potrebbe rappresentare una soluzione vincente anche nel caso di cui al paragrafo precedente, poiché la garanzia volontaria prestata dall'investitore professionale potrebbe essere estesa anche al socio/obbligazionista, così eliminando lo scalino normativo tra gli artt. 2412 e 2483 c.c..

La flessibilità della soluzione appena illustrata si coglie ancor meglio ove essa, se condivisa, sia affiancata da una oculata predisposizione del regolamento del prestito obbligazionario. Se infatti quest'ultimo prevedesse che le obbligazioni, in caso di trasformazione regressiva in s.r.l., possano automaticamente essere convertite in titoli di debito, purché assistite dalla garanzia *ex lege* dell'investitore qualificato<sup>19</sup>, non solo gli obbligazionisti in genere non potrebbero in alcun modo avversare la trasformazione, ma nessuno di loro potrebbe impedirle anche se fosse azionista e sotto-

---

<sup>18</sup> La delibera, per non essere sottoposta al consenso degli obbligazionisti, dovrà lasciare inalterata la struttura del titolo rappresentante il finanziamento (durata, remunerazione ed altro) ed il suo regime circolatorio (senza cioè renderne in alcun modo più difficoltoso il trasferimento).

<sup>19</sup> Del tutto ininfluenza sarebbe la circostanza che l'investitore professionale abbia già manifestato all'atto dell'emissione del prestito obbligazionario la sua volontà in tal senso, o che presti la garanzia contestualmente in sede di trasformazione della società: quello che interessa alla legge, per evitare il “doppio regime” circolatorio dei titoli di debito, è che quelli frutto della conversione del prestito siano assistiti dalla garanzia, come se fossero stati emessi *ab origine* da una qualsiasi s.r.l..

scrittore/detentore di obbligazioni emesse eccedendo i limiti, assistite dalla garanzia *ex art. 2412*, comma secondo. In tal caso, infatti, l'azionista sottoscrittore/acquirente delle obbligazioni avrebbe sin dall'inizio accettato il "rischio" del deterioramento delle garanzie che assistono il prestito in caso di trasformazione – il riferimento è al minor ambito operativo della garanzia *ex art. 2483* rispetto a quella *ex art. 2412*, comma secondo – e non si porrebbe alcun problema di ricerca del suo consenso, in qualità di obbligazionista, alla trasformazione.

Si pone allora un interrogativo che spinge ancora oltre il limite della fattispecie: se sia possibile emettere un prestito obbligazionario prevedendo nel regolamento che le obbligazioni, in caso di trasformazione in s.r.l., possano convertirsi in titoli di debito non assistiti dalla garanzia sulla solvenza dell'investitore qualificato.

Analizzando la questione con la visuale del singolo obbligazionista la risposta non potrebbe che essere affermativa, per le stesse ragioni appena illustrate: la proposta di sottoscrizione del debito formulata dalla società già contiene *ab origine* l'eventualità di un deterioramento della garanzia del credito e ciò esclude in radice qualsiasi possibilità di contestazione del creditore stesso. Muovendo su di un piano generale, però, la questione appare di ardua soluzione: argomentare – recuperando una delle tesi tradizionali ma minoritarie già *ante riforma* – sul dato formale, ossia che i titoli non sarebbero "emessi" in senso proprio, ma semplicemente "ereditati" o "assunti" dalla società trasformata, pare troppo debole e formalistico; ancora più debole alla luce della scelta inderogabile di caratterizzare la possibilità di finanziamento della s.r.l. mediante emissione di titoli di massa con un regime di circolazione particolarmente garantista, nel quale cioè proprio tale garanzia pare imprescindibile. Per quanto i terzi potenziali acquirenti dei titoli di debito – *ex obbligazioni* – difficilmente deciderebbero il loro investimento senza prendere prima cognizione delle condizioni del finanziamento e della complessiva situazione finanziaria della società, una simile considerazione non pare in grado di prevalere sulla *ratio* della scelta legislativa.

Non sembrano invece da indagare, al momento, gli scenari legati all'esistenza di un prestito obbligazionario convertibile, in quanto l'opinione assolutamente prevalente<sup>20</sup> nega la possibilità di emissione/assunzione, da parte di una s.r.l., di titoli di debito convertibili. L'unica possibilità di applicazione di queste riflessioni consisterebbe in una precisa ed attenta regolamentazione del prestito obbligazionario e delle possibilità di conversione: prevedendo, ad esempio, che in caso di trasformazione regressiva le obbligazioni perdano la possibilità di conversione e siano tramutate in "semplici" titoli di debito; od ancora ipotizzando che le finestre di conversione possano essere anticipate, ponendo l'obbligazionista, in caso di trasformazione in s.r.l., davanti alla secca alternativa di con-

---

<sup>20</sup> Così la dottrina prevalente: vedi recentemente A. Giannelli, *op. ult. cit.*, pp. 1341-2, ove anche numerosi riferimenti bibliografici.

vertire, prima della trasformazione, o perdere tale facoltà divenendo titolare di titoli di debito "semplici".