

LA LEGGE CAPITALI PROSPETTIVE DI RIFORMA DEL DIRITTO SOCIETARIO

LEGGE 5 MARZO 2024 N. 21 (C.D. “LEGGE CAPITALI”)

LA “DECOSTRUZIONE” DEI MODELLI TRADIZIONALI DOPO LA LEGGE C.D. CAPITALI.

SEZIONE I

LA NUOVA S.R.L.

PARTE I

Abstract

LA FATTISPECIE IMPRESA, IL NUOVO RUOLO DELL’ART. 2086 c.c., LA S.R.L. ALLA LUCE DEL NUOVO CODICE DELLA CRISI DI IMPRESA E DELL’INSOLVENZA:

Il coefficiente di diligenza c.d. arricchita dell’imprenditore nella predisposizione della attività di impresa. La s.r.l. entra nel Codice della Crisi di Impresa. La nuova fattispecie impresa e la “nuova” circolazione delle quote di s.r.l.

Questo studio ha lo scopo di compiere una ricognizione cursoria circa lo stato dell’arte della Società a Responsabilità Limitata dopo l’avvento della c.d. Legge Capitali. In un quadro che non è avulso da una riflessione di non poco momento ad opera di di Andrea Vincenti, Visiting Professor presso l’International University of Gorazde) comparsa sulla Rivista “Il Diritto Fallimentare e delle Società Commerciali “ di Giappichelli (infra meglio citato) dal titolo “La s.r.l. alla luce del nuovo codice della crisi di impresa e dell’insolvenza: possibile “calo del desiderio” nei confronti del modello ad oggi più diffuso “. In estrema sintesi viene tratteggiato un

quadro in cui i correttivi inseriti all’indomani del “primo ingresso” (e si tratta di un ingresso per gradi e tempi differenziati del Codice della Crisi si impresa) abbiano determinato in capo all’imprenditore nostrano una sorta di deterrenza verso il modello di impresa privilegiato in Italia, ovvero la S.R.L..

In questa cornice di desistenza, soprattutto venutasi a creare intorno alla S.r.l. Vietti, la legge Capitali opererebbe una sorta di rilancio della S.R.L. che in una prospettiva problematica poniamo in questi tre studi a partire a) dalla circolazione o nuova circolazione delle quote S.r.l.,

b) i processi c.d. di digitalizzazione che possono essere impressi alle nuove tipologie di quote

c) l’analisi della fenomenologia dei vincoli che possono essere ad essa imposti per valorizzarne l’impiego nelle operazioni esecutive dei piani industriali di soci imprenditori.

In primo luogo la riforma dell'art. 2086 c.c. che ha reinterpretato l'art. 2082 c.c e l'art. 2087 c.c. preparando una prospettiva della fattispecie impresa. dottrina, l'imprenditore, quale soggetto grammaticale dell'enunciato contenuto nell'art. 2082 c.c., non è pensabile come fattispecie, cioè come modello di fatti che costituiscono l'antecedente per l'applicazione di discipline date. Infatti, fattispecie è, e non può non essere, solo il comportamento dell'imprenditore, ovvero l'attività economica professionale "organizzata per la produzione o lo scambio di beni o di servizi", designata dall'art. 2082 c.c. come impresa. Ne consegue che, qualora ricorrano certi presupposti, ossia l'attuazione di un comportamento conforme alla norma definitoria dell'art. 2082 c.c., è possibile attribuire al soggetto agente la qualifica di imprenditore.

Si assiste così all'emersione, prima sul piano economico e poi su quello giuridico, della prospettiva dell'attività, che determina l'attribuzione di una qualifica giuridica, quella di imprenditore. Com'è stato affermato in dottrina, al centro del sistema non si pone più il soggetto o l'atto, come accade nel diritto privato generale, ma l'attività; ed è in ragione dei suoi caratteri e delle sue esigenze che l'ordinamento disciplina in modo particolare alcuni profili caratterizzanti del diritto commerciale, quali la capacità all'esercizio dell'attività, i poteri di gestione e di rappresentanza verso terzi nello svolgimento della medesima, la sua pubblicità e la sua documentazione, le modalità corrette di svolgimento dell'attività e i beni organizzati per l'esercizio della stessa, l'identificazione dell'attività e dei suoi prodotti, le figure soggettive di esercizio dell'attività e la sua crisi. Infatti, il ruolo proprio dell'attività non risiede nell'attitudine a provocare l'attribuzione di situazioni giuridiche soggettive, ma nell'essere centro di riferimento di una disciplina.

In secondo luogo la Legge Capitali agisce formalmente sulla circolazione della quota. Di fatto, crea una nuova tipologia di quote. Che a loro volta determinano una variazione nel tipo s.r.l., a base personalistica, come concepito con la riforma del 2003.

La determinazione della natura giuridica della partecipazione in s.r.l. è però rilevante ad altri fini. Nel perimetro della s.r.l. ordinaria /basica essa assume la fisiologia di bene mobile, nel senso voluto dall'art. 810 c.c. Ci si chiede se essa rientri ulteriormente fra quelli "iscritti in pubblici registri, ai sensi dell'art. 815 c.c. L'interpretazione tradizionale ritiene che con tale espressione si intendano i soli beni mobili elencati dall'art. 2683 c.c., ossia navi e galleggianti, aeromobili ed autoveicoli Tale ricostruzione si fonda sul tenore letterale degli artt. 179 comma 2 c.c. e 184 comma 1 c.c., i quali fanno espresso riferimento a questo elenco: il primo, per includere questi beni fra quelli per i quali si richiede che, al fine di evitarne la caduta in comunione legale, l'esclusione risulti dall'atto e di esso sia parte anche l'altro coniuge; il secondo, laddove sanziona con l'annullabilità gli atti che li abbiano ad oggetto, compiuti da un coniuge senza il necessario consenso dell'altro. In questo caso oggetto dell'iscrizione nel registro delle imprese sarebbe il trasferimento o la costituzione del vincolo sul bene, e non la quota di partecipazione in quanto tale. Ciò contrariamente a quanto accade per i beni mobili registrati, per i quali l'iscrizione nel pubblico registro sarebbe tipica della loro natura, in quanto eseguita a prescindere dal compimento di un atto traslativo o di costituzione di vincolo che li riguardi.

La legge Capitali induce una mini-rivoluzione nel sistema società responsabilità limitata e, sulla panoramica sopra accennata, apre un dibattito. In modo particolare è la gestione accentrata a catalizzare il trend innovativo e l'upgrade sulla funzionalità delle PMI-S.R.L.

PARTE I)

LA S.R.L. ENTRA NEL CODICE DELLA CRISI DI IMPRESA .LA NUOVA FATTISPECIE IMPRESA E LA “NUOVA” CIRCOLAZIONE DELLE QUOTE DI S.R.L.

SOMMARIO

1. *La fattispecie “impresa” alla luce del dovere dell’imprenditore di predisporre assetti organizzativi adeguati a prevenire la crisi.*
2. *Il lungo addio al modello c.d. Vietti di s.r.l.*
- 2 *La quota di s.r.l la natura e la nuova fenomenologia.*
4. *L’unicità’ della partecipazione sociale e le categorie di quote-*
6. *La c.d. legge capitali: ratio informativa e prospettive de iure condendo.*
7. *Le regole di legittimazione e trasferimento.*
8. *La c.d. nuova dematerializzazione - la “nuova versione dell’art. 100 ter t.uf”.*
9. *Conclusioni*

1. Il lungo addio al modello c.d. Vietti di s.r.l.

- 1.1. L’entrata a tempi differenziati nel panorama giuridico italiano del CCI ha comportato, come oramai è tipico per il Legislatore, l’intervento preparatorio su settori eterogenei non di stretta osservanza del corpus normativo introducendo, oggetto di riforma sistematica. [1] A questo si riferisce Andrea Vincenti, Visiting Professor presso l’International University of Gorazde nel suo scritto “*La s.r.l. alla luce del nuovo codice della crisi di impresa e dell’insolvenza: possibile “calo del desiderio” nei confronti del modello ad oggi più diffuso. Il riferimento corre, in modo particolare, ad alcune torsioni che la s.r.l. aveva subito prima della “Mini irivoluzione della Legge Capitali”. In particolare, come giustamente preconizzato da alcuni Autori [2]:*”Il tema degli assetti organizzativi comporterà, nel breve volgere di alcuni mesi, la maturazione di uno stravolgimento culturale che il legislatore della riforma organica della crisi d’impresa si attende, o più semplicemente “pretende”, dai protagonisti del mondo economico. Dal 16 marzo scorso,(id est 2019 n.d.a.) infatti, il Codice della crisi (CCI) ha generato una sorta di “trauma organizzativo” sulle imprese collettive italiane che, modificando l’art. 2477 c.c. e attraverso il “cavallo di Troia” della moltiplicazione delle poltrone negli organi sindacali della s.r.l., indurrà una profonda ed estesa modificazione dell’approccio di vigilanza sulla gestione; peraltro, innescando una caccia all’«indizio di crisi» – secondo la nuova nomenclatura introdotta dall’art. 14, co. 1 –, che avrà probabilmente soltanto l’obiettivo di disinnescare la responsabilità solidale dei controllori per i fatti degli amministratori e, così, consentendo di accedere ai benefici della c.d. segnalazione tempestiva (artt. 14, co. 3, 24, 25 CCI).”
- 1.2. Si tratta, infatti di una rivoluzione culturale, che in un primo tempo con l’imposizione del principio informativo dell’adozione delle strutture organizzative (nel senso che la nuova concezione dell’art. 2086 c.c. costituisce il motore delle riforme e della salvaguardia dell’impresa) e, in modo particolare, la riscrittura a più riprese dell’art. 2477 c.c., hanno innescato una serie di torsioni nel sistema società a responsabilità limitata, già messo alla prova dall’introduzione della semplificata,, della capitale ridotto e successive vicende. Tutte innovazioni, quelle ora introdotte, calibrate sulle funzioni degli organi sociali (amministrazione/ assemblea/ singoli soci) che sembravano aver minato la duttilità della s.r.l. come piccola .s.p.a.
- 1.3. Quindi nuovi sindaci per indurre l’emersione della crisi delle medie e micro-imprese organizzate in forma societaria capitalistica [3]
- L’introduzione,nella recezione dei c.d. segnali di allarme, di un sistema di impronta penalistica, tipicamente specialpreventivo, che si traduce nella necessaria adozione del c.d. modello di prevenzione e allerta della crisi enfatizza il ruolo del controllo dell’imprenditore..¹Questo ius novum nei rapporti di impresa ha, nei fatti, creato un’asimmetria tra soggetti vigilati (s.p.a. e s.r.l. sopra soglia) e non vigilati (s.r.l. sotto soglia, società di persone e imprese individuali); Secondo

gli autori questa situazione avrebbe determinato una desistenza attiva da parte delle imprese c.d. non vigilate. Con la conseguenza, che l’universo delle imprese non vigilate avrebbe evitato di offrire alla gestione altrui la composizione della propria crisi. Questo anche a costo di non fruire dei meccanismi prodromici preventivi o specialpreventivi, attivati dal corpus normativo introducendo. [4]

Per queste imprese, di piccole – medie dimensioni non sarebbe stato un costo, economicamente accettabile, sottoporsi a controllo, rappresentandosi una situazione tale per cui non si sarebbero avvertiti benefici della segnalazione tempestiva (in realtà gli Autori stigmatizzano la progressiva deposizione di conegni virtuosi in virtù dell’adozione, invece, di conegni opportunistici e dilatori tipici dell’imprenditore medio, che sarebbero poi impattati con l’imprevedibile, allora, EMERGENZA COVID. [4] Segnatamente i conegni di difesa anticipatamente attivati avrebbero operano “nella fase anteriore al manifestarsi della crisi (obblighi di segnalazione), nonché nelle molteplici fasi di avvicinamento alla composizione assistita (OCRI) e, poi, alle procedure di risanamento (PAR) e di ristrutturazione (ADR) e, infine, a quelle di prevenzione (C.P.) della liquidazione giudiziale e di gestione dell’insolvenza (il vecchio “fallimento”)” [5]

- 1.4. Il necessario affiancamento di un “organismo” costituito da professionisti, tecnicamente qualificato, per la determinazione delle misure idonee al “turnaround”, per la conduzione delle trattative, comporta anche l’introduzione di una nomina vicaria di altri soggetti, ad esempio un collegio di altri professionisti composto da «almeno tre esperti» scelti tra gli iscritti all’albo da costituirsi ai sensi degli artt. 357 ss. CCI.

Quindi nella s.r.l. ordinaria entrano:

- Nuova filosofia di ripartizione gestionale;
- Nuovi soggetti in funzione di esperti;
- Predisposizione di nuove strutture indipendentemente dalla percentuale oggettiva del rischio insolvenza.

In particolare campeggiano nuovi costi, che l’imprenditore avverte di dubbia utilità marginale. Tutto questo nuovo meccanismo non è destinato ad esaurirsi in costi.

Ma una volta intrapresa la strada della verifica delle procedure puo’ iniziare un percorso che porta al raggiungimento di meccanismi rimediali per perimetrare ed evitare la crisi.

Il che non risulta essere un segmento procedurale definitivo. In caso di mancata individuazione delle misure c.d. di salvaguardia non si era “previsto uno sbocco giudiziale automatico, ma gli stessi professionisti di cui parliamo, ove attestassero «lo stato di insolvenza», ne dovrebbero dare comunicazione «al pubblico ministero presso il tribunale del luogo in cui il debitore ha sede, ai fini del tempestivo accertamento dell’insolvenza medesima» (già art. 4, lett. b), l. n. 155/2017)” [6].

1.5. L’organo di controllo subisce una serie continua di ritocchi normativi.

Sindaci e revisori assumono una nuova valenza tecnica con il CCI. Non godono di una tutela di posizione ma sono costretti ad operare in una fase prodromica alla crisi, esponendo la propria responsabilità e diligenza professionale. Prima della modifica di impianto, ora predicata, l’impalcatura organizzativa dell’imprenditore individuale rimaneva invece ancorata al dato testuale dell’art. 2082 c.c., per il quale l’“organizzazione” costituiva elemento essenziale non altrimenti specificato dalla norma. Dopo l’ingresso del Codice l’art. 3, co. 1, CCI, infatti, impone che debbano essere adottate “misure idonee” per rilevare tempestivamente lo stato di crisi, assumendo di conseguenza le iniziative necessarie a farvi fronte. Il che si traduce per gli imprenditori collettivi

- 1.6. Ex novo il comma. 2 dell’art. 2086 c.c. introduce una estensione a tutti i tipi societari. Il nuovo modello. Si prevede un assetto organizzativo, amministrativo e contabile adeguato alla natura e alle dimensioni dell’impresa, anche in funzione della rilevazione tempestiva della crisi dell’impresa e della perdita della continuità aziendale, [7]

“*Il calo del desiderio*” di cui si diceva era frutto anche della comparsa di profili per così dire esotici rispetto alla s.r.l. tradizionale. Si assiste alla nascita di “nuove centralità” rispetto

all'”*antropocentrismo del socio*”. Mi riferisco ai professionisti di area giuridico-economica quali avvocato, commercialista, notaio in funzione “di consiglio” e ausilio del cliente. Ne deriva una progressiva identificazione proiettiva con la s.p.a. dove ormai da tempo, queste si avvalgano di soggetti professionali esterni anche per l'*outsourcing* di funzioni di controllo interno (cfr. artt. 4 e 7, Codice di Autodisciplina società quotate; art. 7, Reg. n. 16191/2007 Consob; Circ. BI n. 288/2015; Circ. ex ISVAP n. 577/D/2005, e così via). [8]

1.7. Ciò comporta che la valutazione di adeguatezza degli assetti è funzione attribuita all'organo gestionale in sede collegiale e, quale oggetto di vigilanza, all'organo di controllo (cfr. art. 14 CCI, art. 2381 c.c., 2403 ss. c.c.). Questo aspetto determina un antagonismo con le imprese collettive, tipologicamente prive di organo gestionale collegiale, o di organo di controllo (società di persone, s.r.l. sotto la soglia di cui al nuovo art. 2477 c.c.). Anche se il nuovo impianto normativo pare elidere responsabilità per fatto proprio, o individuale, salvo che non sia individuata con apposita clausola, per la cui confezione si ritiene indispensabile il ministero del Notaio. In questo specifico caso allora un'azione od omissione direttamente riferibili al sindaco o al revisore, risultano direttamente imputabili al soggetto che aveva il dovere di astenersi dal compiere, o il dovere di compiere, un determinato atto rivelatosi cagione di danno ingiusto.

1.8 Il Notaio delimita pertanto con apposita clausola le competenze gestorie. Si veda in proposito l'art. 377 CCI introduce una revisione dell'art. 2475 c.c., che riformula le norme civilistiche sulla gestione, presenti nelle società personali e di capitali, aggiungendo il famigerato avverbio “*esclusivamente*” nel prevedere che la gestione spetti agli amministratori. E ciò avviene tanto per le società personali e l'art. 2257 c.c., che per le società per azioni, in accomandita per azioni e cooperative per azioni, che infine per le s.r.l. [9]

La norma invero sottovalutata [10], se osservata in chiave dinamica produce un impatto notevole in tema di società personali e srl [11], facendo vivere al socio srl una moltiplicazione di lacci e laccioli, che minerebbero il suo *tradizionale antropocentrismo tecnico* [12].

1.9. Ci si è chiesto allora se cambiasse la fisionomia dei poteri di amministratore. Si sono avute opzioni interpretative diverse, così riassumibili:

- a) La dottrina dominante assume che il sintagma *la gestione spetta “esclusivamente” agli amministratori*, non stia nella volontà di escludere i soci da qualsiasi partecipazione alla distribuzione dei poteri gestori, ma piuttosto dalla volontà di creare, in favore degli amministratori, una riserva ulteriore avente a oggetto proprio i poteri di c.d. gestione interna od organizzativa.
- b) In senso contrario altra dottrina, il quale ravvisa nella lettura *funzionale* dell'avverbio “*esclusivamente*” il criterio interpretativo della disposizione, giungendo così a considerare eleggibili ai ruoli amministrativi gli stessi soggetti astrattamente idonei soci o meno come prima.
- c) Secondo una posizione intermedia “la intestazione formale della funzione amministrativa (e della connessa responsabilità) debba essere in capo a chi riveste la carica di amministratore evitando che la s.r.l. costituisca un modello di amministrazione diffusa [13].

Sembrirebbe, a tutta prima, che l'introduzione a tempi differenziati del Codice della Crisi di Impresa e dell'Insolvenza sia intervenuto nella frazione temporale del 2019, in modo incisivo sulla disciplina della s.r.l., estendendo a quest'ultima norme già previste per il modello s.p.a., e allontanandola dalla Riforma Vietti.

Tra gli ultimi innesti alla disciplina del tipo s.r.l., si segnalano

- a) La previsione secondo cui se entro 30 giorni dall'approvazione del bilancio in cui vengono superati i limiti che determinano l'obbligo, l'assemblea deve provvedere a nominare l'organo di controllo.
- b) Si ricorda che l'art. 379 del Codice della Crisi ha modificato l'art. 2477 c.c. che nella

sua attuale formulazione, ai commi 2 e 3, prevede che la nomina dell'organo di controllo o del revisore sia necessaria quando la società: 1) è tenuta alla redazione del bilancio consolidato; 2) controlla una società obbligata alla revisione legale dei conti; 3) ha superato per 2 esercizi consecutivi almeno uno dei seguenti limiti: totale dell'attivo dello stato patrimoniale: 4 milioni di euro; ricavi delle vendite e delle prestazioni: 4 milioni di euro;

- dipendenti occupati in media durante l'esercizio: 20 unità (ULA).

1.10. L'obbligo di nomina dell'organo di controllo nelle SRL è previsto al verificarsi di una di queste fattispecie suindicate e decorre dalla data di approvazione del bilancio d'esercizio relativo all'esercizio 2022. Ad oggi vi sono ancora numerose imprese che, soggette all'obbligo di nomina di un organo di controllo o revisore, sono inadempienti. Il registro delle imprese pertanto sollecita tali imprese ad adempiere all'obbligo di legge, ricordando: a) che in mancanza la nomina sarà effettuata dal Tribunale su richiesta di qualsiasi soggetto interessato o su segnalazione del Conservatore del Registro delle Imprese, così come previsto dalla normativa vigente. b) l'estensione applicativa dell'art. 2409 c.c. c) la espressa previsione della responsabilità degli amministratori con riferimento agli obblighi di conservazione del patrimonio sociale nei confronti dei creditori quando il patrimonio della società risulti insufficiente a soddisfare i loro crediti. Secondo l'A. [14] sarebbe iniziato un procedimento di metamorfosi dalla primitiva s.r.l., avviato dal legislatore con il D.L. 18 ottobre 2012, n. 179 (c.d. Decreto Crescita 2.0) poi convertito in L. 17 dicembre 2012, n. 221, introduttivo nell'ordinamento nazionale della disciplina, di matrice anglosassone, dell'equity based crowdfunding. Sistema di cui parleremo infra più dettagliatamente (in sintesi veniva attuato un sistema di raccolta di capitali di rischio per mezzo di piattaforme web, riservato alle start up innovative ed alle società di nuova, o recente costituzione, con oggetto sociale lo svolgimento di attività di sviluppo, produzione e commercializzazione di prodotti o servizi innovativi ad alto valore tecnologico. Ai sensi dell'art. 26 della legge istitutiva venivano introdotte e canonizzate delle deroghe al diritto comune. Come da rubrica editale. «Deroga al diritto societario e riduzione degli oneri per l'avvio».

10.11 La società a responsabilità limitata c.d. VIETTI si caratterizza(va) per la rilevanza centrale attribuita alla figura del socio, declinata attraverso un corpus di norme che ha sancito il passaggio dal modello delineato dal legislatore del 1942 di s.r.l. come «piccola società per azioni, in sostanza, senza azioni» ad un tipo di «società di persone a responsabilità limitata». Si mantiene dell'impostazione originaria 1942 il ruolo cardine della persona del socio, con una struttura organizzativa snella e flessibile fossero, nella mente del legislatore storico. Muta la tecnica legislativa adottata. Codice 1942: poche disposizioni specifiche dettate per la s.r.l., colmate con il rimando alla disciplina della s.p.a., con adozione della c.d. clausola di compatibilità.

Il tipo si presentava come una «sorella minore» della società per azioni, tale da far giungere alcuni interpreti a dubitare della concreta utilità del modello nella veste delineata dal legislatore del 1942

11.11 La S.r.l. VIETTI presenta e continua ad ostentare indefettibili elementi di novità come la «nuova» la disciplina dei conferimenti, e il ruolo centrale del socio.

Progressivamente si impone il problema di metabolizzare anche la possibilità di una s.r.l. con un numero molto elevato di soci, magari taluni titolari di partecipazioni economicamente molto modeste, però, al contempo, tutti in grado di condizionare in modo invasivo la gestione della società, con evidenti rischi di *filibustering endosocietario* [15]

Un ulteriore aggravio è la c.d. dilatazione tecnica del perimetro applicativo dell'art. 2409 c.c., la cui attivazione determinerebbe una serie di predisposizioni di congegni antagonisti negli stakeholders della società, con in testa il ceto bancario. In pratica la posizione sociale personalistica torna ad essere enfatizzata, con la possibilità di porre in essere contegni interdittivi. Infatti ciascun socio, indipendentemente dal valore della sua quota, è titolare di un coacervo di diritti il cui

esercizio, per avventura arbitrario, è in condizione di pregiudicarne la serena gestione². Ritengo che l'utilità marginale delle poison pills specie nella srl sia limitata.

Lo statuto potrebbe introdurre delle «poison pills» dirette a temperare i poteri dei piccoli soci [16]. L'esigenza di ricorrere a tali correttivi, non è concepibile con la ratio dell'evoluzione del modello. Esso va completato come è accaduto nella Legge Capitali, ma non ha senso disattivarlo dopo averlo introdotto. Non è infatti dimostrativo dei limiti di una s.r.l. PMI,, stante l'originario divieto posto alla sollecitazione del pubblico risparmio, che per sua natura non contemplava la distinzione tra soci risparmiatori e soci imprenditori, ora non si possa procedere ad una incardinazione del modello su di un c.d. livello superiore. Più simile alla s.p.a. in termini di circolazione quote e attrattività di investimenti e soggetti quali i fondi di investimento medesimi prima preclusi. La Legge Capitali, in questa prospettiva rispetto al primo innesto normativo datato 2019, estrinseca la necessità di un completamento e di una coniugazione col diritto societario (anche attraverso deroghe del c.d. diritto comune) dell'onda lunga sempre mantenuta dalla s.r.l. Questo a maggior ragione è valevole alla luce del ius novum del D.Lgs. n. 136/2024 al codice della crisi d'impresa. [17]

2.1. La quota di s.r.l la natura e la nuova fenomenologia. *La natura giuridica della quota di s.r.l. [18] è da sempre oggetto di studi e ripensamenti da parte della prassi e della dottrina, determinati proprio dalla natura particolare del "tipo" s.r.l., nel panorama delle società di capitali. L'elaborazione di concetto non sempre si è accompagnata con una necessaria coordinazione da parte della legislazione di complemento. Un ripensamento sia sulla struttura di impresa, attuata con la società a responsabilità limitata, sia in ordine alla funzione e natura di quota di s.r.l. può venire recentemente della mini-rivoluzione compiuta ad opera della legge Capitali.*

Il 27 febbraio 2024 è stata approvata infatti la Legge n. 21 del 5 marzo 2024 di conversione del disegno di legge n° 674 (il «DDL Capitali»), che introduce la dematerializzazione delle quote di PMI-S.r.l. su base volontaria con effetto dal 27 marzo 2024.

Sia in punto di articolato normativo, sia in punto di elaborazioni conseguenti da parte della dottrina, in sede di prima lettura, si può sostenere che la dematerializzazione delle quote societarie rappresenti una delle innovazioni più rilevanti nel panorama delle società a responsabilità limitata in Italia. L'impatto sulla s.r.l. è tale da determinare progressivamente - per induzione - una "nuova (id est: inedita) concezione" di accesso e regolamentazione dei mercati di capitali. In altre parole anche una s.r.l., quale s.p.a. minor, entra in un sistema circolatorio delle partecipazioni sociali ad essa precedentemente precluso.

Non si tratta di un processo che si materializza ex abrupto, né di una novità assoluta.

Se si riflette, una sorta di ibridizzazione della s.r.l. attraverso una "nuova forma di disponibilità giuridica della quota" (cioè un nuovo modo di offrire al pubblico la quota sociale prescindendo dai tradizionali meccanismi di cessione), si era già sperimentato con l'introduzione delle PMI- S.R.L. Si percorre ora quel sentiero un tempo iniziato con un processo, che comporta la conversione delle quote delle PMI-S.r.l., da documenti fisici a registrazioni elettroniche. Sistema questo che offre una serie di vantaggi significativi sia per le start-up innovative, che per gli investitori. [19] In pratica: si opera un upgrade della dematerializzazione. Questa inizialmente prevista quale modalità di emissione per i valori mobiliari ammessi alla negoziazione o negoziati in una sede di negoziazione italiana o europea, ora assurge a calcare un iter analogo, a quello della quotazione di una Società per azioni su un mercato regolamentato.

2.2. *In sintesi: prima della mini-riforma, l'azione dematerializzata, detta anche "titolo", è quella che viene scambiata sul mercato attraverso ordini inviati dalle Banche al Registro tenuto da Monte Titoli (ora Euronext Securities), che ne certifica la proprietà in capo al singolo sottoscrittore. Al contrario, la circolazione delle quote delle Società a Responsabilità*

Limitata, non avendo un valore standardizzato e non essendo rappresentato da scritturazioni cartacee, deve essere certificata da scritture private autenticate o dal Notaio o da un intermediario abilitato.

Si apprezza pertanto una novità:

La dematerializzazione di *nuovo conio* consente allo strumento finanziario di essere rappresentato elettronicamente, eliminando la gestione fisica dello strumento. Le conseguenze immediate sono:

- la possibilità di attivare transazioni dirette tra gli investitori e la gestione delle quote;
- aumentare, nelle operazioni, il livello di sicurezza e la trasparenza, riducendo i costi di movimentazione dei titoli e permettendo l'accreditamento diretto sui conti bancari dei titolari del rimborso del capitale;
- quale effetto mediato si rappresenta un sistema economico più efficiente e trasparente teso alla semplificazione in materia di accesso e regolamentazione dei mercati di capitali.

2.3. A nostro avviso, il procedimento così indotto produce *una progressiva distanziamento tra titolarità della quota (ovvero la persona del socio) e l'oggetto quota, quale contenuto dei diritti in essa rappresentata. Questa distanziamento economica giuridica tra titolare e quota costituisce un catalizzatore per le PMI-S.R.L. e le aziende sostenute da venture capital. Sotto un diverso profilo, archivia la stagione della s.r.l. a base personalistica, concepita immediatamente all'indomani della riforma del 2003.*

Nel prosieguo ragioneremo anche sulla *mens legis*, che ha determinato il Legislatore in tal senso. In prima approssimazione, non si può prescindere dalle coordinate del Legislatore dell'Unione Europea, che ha impresso una "forma" economica/finanziaria alla normativa.

Sull'orizzonte si può forse intravedere l'ambizione di innescare un percorso di crescita e sviluppo con una duplice finalità: a) facilitare l'interazione con il mercato dei capitali; b) aprire nuove strade per il private banking e i consulenti finanziari interessati ad una proiezione digitale dei piani industriali.

Ne deriva una nuova visione della non solo della quota ma anche della struttura societaria in sé.

2.4. *Sulla qualificazione giuridica della quota di s.r.l. campeggiano impostazioni differenti [20] Lo status quaestionis della dottrina, è stato, sino ad ora, caratterizzato da una notevole dose di frammentarietà senza che si sia mai pervenuti a una visione unitaria, [21].*

In via di prima approssimazione, solo a livello meramente cursorio (dato che oggetto dello studio consiste nell'impatto della Legge Capitali sulla circolazione delle partecipazioni sociali s.r.l.) secondo una impostazione risalente, la quota di s.r.l. costituirebbe la rappresentazione di una posizione di contitolarità del patrimonio sociale oppure come una posizione creditoria.

Secondo altra impostazione, originata da pronunce giurisprudenziali, la quota di s.r.l. sarebbe ascritta al *genus bene mobile* [22]. Tendenzialmente, si parla di bene mobile immateriale e nella maggior parte delle pronunce di legittimità di bene mobile non registrato. La posizione costituisce *ius controversum* (intendendosi per *ius controversum*, la ambivalenza qualificatoria del concetto di quota, sia in punto di dottrina delle Corti, che in punto di dottrina accademica). Altro orientamento ha rappresentato la quota di s.r.l. quale bene mobile registrato, anche alla luce dell'abolizione del libro soci e della "nuova" disciplina di opponibilità a terzi delle quote di s.r.l., operata ex art. 2470 c.c., prima dell'attuale intervento normativo c.d. di ripristino (il libro soci è stato ripristinato ora ma la funzione è diversa rispetto alla originaria predisposizione).

Nella prassi notarile, campeggia una visione di quota di s.r.l. alla stregua di beni mobili registrati, suscettibili di costituire oggetto di fondo patrimoniale e di vincolo di destinazione (artt. 167 e 2645 ter c.c.) [23]

Per lungo tempo, questa impostazione "frammentaria" costituì *ius receptum* (6). Nel senso che la dottrina stessa prendeva atto di una qualificazione ambivalente della quota di partecipazione

in s.r.l., accettando pertanto una panoramica non unitaria, come un dato di fatto. Un elemento è desumibile direttamente da Trib. Milano 22 dicembre 2017. [24]. La dottrina, che ha commentato questo dictum, ha escluso che la quota di s.r.l. possa essere identificata quale bene mobile registrato, poiché nel caso di pubblicità nel Registro delle Imprese di una cessione di quota di s.r.l., ai fini dell’opponibilità del trasferimento, non è sufficiente l’iscrizione, ma serve anche il requisito della buona fede. Da questo punto di vista, a nostro avviso, si può registrare la il dato che, prima della Legge Capitali, comunque fossero presenti impostazioni inclini a ricondurre il trasferimento della quota s.r.l. ad un regime circolatorio, latu sesu ispirato all’art. 1153 cod.civ.

Una riprova si ha se si ragiona in termini di imposizione di vincoli sulle quote [26]. Altra lettura, infatti, sostiene che dopo la riforma delle società di capitali e l’abolizione del libro soci nel 2008, la quota di s.r.l. possa essere assimilata a un bene mobile registrato, ai fini dell’ammissibilità del fondo patrimoniale sulle quote di s.r.l.

2.5. In questo caso, la tematica della qualificazione giuridica passa in secondo piano, tenuto conto che l’art. 167 c.c. andrebbe letto in senso estensivo. *Dunque, andrebbe inteso nel senso che è suscettibile di essere oggetto di fondo patrimoniale qualsiasi bene per il quale vi sia un’adeguata pubblicità rispetto al vincolo stesso. Ciò vuol significare che le quote di s.r.l., indipendentemente dalla loro natura giuridica, possono far parte di un fondo patrimoniale, proprio per il regime pubblicitario previsto dall’art. 2470 c.c. idoneo a dare adeguata pubblicità al vincolo.* A scompaginare un quadro già pieno di opinioni non unitarie, è intervenuta altresì una pronuncia, per certi versi, eterodossa sul tema:

si veda la Corte di Cassazione (Cass. Civ., Sez. I, 27 novembre 2019, n. 31051 [27] in cui viene predicata la definizione di quota s.r.l. come quella di una posizione contrattuale, si tratta di una definizione che presenta elementi non sufficientemente risolutivi. Volendo approssimare un commento solo per confermare la difficoltà definitoria basica di questa materia, il sintagma “posizione contrattuale” risolve solo la contraddizione di racchiudere in un unicum la posizione di socio a quella di titolare di diritto di credito, senza aggiungere alcunchè sulla natura di quota. Si definisce il rapporto del titolare con la partecipazione sociale. Non la partecipazione sociale.

2.6. *La dematerializzazione [28] costituisce il “significante” (inteso come esteriorizzazione di un elemento centrale) di una strategia più ampia, volta a potenziare la competitività e l’accesso al mercato dei capitali, per le realtà imprenditoriali di minori dimensioni.* Queste sino ad ora sono state considerate, probabilmente più a torto che a ragione le società a responsabilità limitata. In che cosa si sostanzia la nuova dematerializzazione? Probabilmente, secondo il ragionamento fatto, il tratto “significante” è rappresentato dalla sostituzione dei documenti cartacei con equivalenti digitali, *attribuendo loro un codice ISIN univoco. In altre parole è questo l’upgrade di cui si parlava prima; una smaterializzazione dell’entità quota sociale, che comporta l’apertura delle porte a un mercato secondario, finora inaccessibile a queste entità, facilitando le operazioni di compravendita e offrendo nuove opportunità di finanziamento.*

Un secondo aspetto di non poco momento deve essere tenuto in rigoroso conto.

L’apertura al regime di dematerializzazione non è generalizzata, bensì è riservata alle quote appartenenti alle categorie aventi eguale valore e conferenti eguali diritti, ovvero emesse in forma seriale e standardizzata. A nostro avviso, questo procedimento di *c.d. standardizzazione* della quota, di fatto genera due fenomeni:

- a) *Il distanziamento bi-univoco funzionale tra titolare della quota e quota. In un certo qual modo si destruttura o de – costruisce il modello originario personalistico della s.r.l. La quota non è più la proiezione dell’investimento economico e personale del socio. Bensì si muta in un’entità oggettivizzata, neutra, passibile di circolazione indifferenziata.*

Nonchè atta a costituire fattore di catalizzazione di investitori anche professionali. Per frazioni di capitale e per frazioni di tempo.

b) Un progressivo processo di eterovestizione della s.r.l., secondo il nuovo sistema e progressivo avvicinamento della s.r.l. alla s.p.a. La s.r.l. mutua quindi meccanismi tipici della s.p.a. Non allo scopo di una ibridazione del tipo. Probabilmente, nelle intenzioni del legislatore, allo scopo di doppiare, in misura ed entità ridotta, il circuito di circolazione delle partecipazioni delle s.p.a e misurandone la capacità attrattiva rispetto agli investitori. Anche per progetti temporanei.

Questo proprio perché, una volta immesse nel sistema di gestione accentrata, le quote ricevono il medesimo trattamento giuridico di ogni altro strumento finanziario dematerializzato. Ne risulta conseguentemente e profondamente modificato il regime della circolazione e della legittimazione all'esercizio dei diritti sociali, rispetto a quello tradizionale.

2.1 L'unicità' della partecipazione sociale e le categorie di quote La dematerializzazione, che affronteremo tra poco, ex professo, *ha dato origine ad un nuovo concetto di quota di s.r.l. ? ha definitivamente canalizzato la s.r.l. in una nuova tipologia rendendo la s.r.l. ordinaria tradizionale, s.r.l. a capitale ridotto e la s.r.l. semplificata solo dei fenomeni residuali e recessivi di questa "società per azioni a modello ridotto" che è la società a responsabilità limitata dopo la Legge Capitali? Questi sono i due quesiti cui cercheremo di dare una risposta. Si tratta ovviamente di una risposta allo stato degli atti in quanto il tempo di applicazione della legge risulta troppo breve per poter formulare una prognosi.*

Una prima indicazione metodologica per scrutinare il grado di dematerializzazione ora introdotto, può essere fornita dalla prassi. In particolare si veda [28] Comitato del Triveneto Massima I.N.6 - (APPLICAZIONE DEL PRINCIPIO DELL'UNICITÀ DELLA PARTECIPAZIONE IN PRESENZA DI CATEGORIE DI QUOTE - 1° pubbl. 9/18 – motivato

9/19) che interpreta in un quadro riduzionistico il micro sistema del crowdfunding, riducendo l'innovazione sia da un punto di vista concettuale, che sul piano pratico operativo.

La massima infatti insiste sul concetto di unitarietà della partecipazione. Le suddette disposizioni evidenziano, dunque, come nelle s.r.l. le partecipazioni siano unitarie e come le medesime debbano propriamente essere individuate con una frazione o con una percentuale e non con unità di misura predeterminata [29]

Ripercorrendo a livello cursorio l'iter motivazionale della massima, l'unicità della quota di s.r.l. è considerata come dogmatica. Si intende cioè che la regola dell'unitarietà della quota di partecipazione nelle s.r.l. deriva dal divieto di suddividere le partecipazioni in azioni contenuto nel comma 1 dell'art. 2468 c.c.

Da un punto di vista storico, viene ripercorsa la genesi normativa, attingendo alla relazione al codice civile del 1942 (paragrafo 1005), in cui si precisava che la società a responsabilità limitata si differenzia dalla società per azioni, per due elementi, di cui uno negativo "il divieto di attribuire alle partecipazioni la forma azionaria, il che toglie alla società non la possibilità di rilasciare attestati di natura probatoria (certificati di quote), ma solo quella di emettere in rappresentanza di dette quote documenti aventi i caratteri e le funzioni dei titoli di credito".

3.2. Il divieto di suddividere le partecipazioni di s.r.l. in azioni (rectius "titoli di credito") previsto dall'attuale art. 2468, comma 1, c.c. è stato mantenuto inalterato fino ad oggi ed è stato confermato anche dal d.l. n. 50/2017, il quale ha espressamente rimosso per le s.r.l.-PMI il solo divieto di offrire le sue quote al pubblico.

In realtà in tema di frazionamento della partecipazione, la problematica appare essere un po' più complessa. Già in passato le Massime del Triveneto si erano espresse in questo senso. Segnatamente: "È ammissibile la clausola statutaria che ammette il recesso parziale perché migliorativa dei diritti del recedente." di fatto attivando quel processo di frazionamento ideologico dell'unitarietà della quota [29]

Il frazionamento dell'unità della quota incide in modo particolare sul profilo ideologico personalistico della società a responsabilità limitata sia su quello strettamente funzionale, introducendo il concetto di investimento e diversificazione dell'investimento. Quindi la base personalistica associativa della s.r.l. comincia a presentare dei punti di torsione. La conseguente introduzione del recesso convenzionale permette, pertanto, di mutare, a scopo di investimento finanziario, ogni eventuale assetto della compagine sociale. La Legge Capitali porta frazionamento e standardizzazione della quota alle estreme conseguenze. Se imprime una "velocità" circolatoria, ne favorisce la libera disponibilità, indipendentemente da convenzioni limitatrici su base personalistica, quali clausole di gradimento o di prelazione. (14). Più precisamente, si amplia la possibilità di disattivare i vincoli statutari sulle quote. Proiezione essi stessi del contenuto più personalistico dell'investimento del socio.

Secondo una autorevole impostazione del Comitato del Triveneto, le quote di partecipazione di s.r.l., anche se offerte al pubblico, attraverso il *crowdfunding*, e dunque trasferibili con le semplici annotazioni da parte degli intermediari, previste dalla relativa normativa, continuano ad essere concettualmente estranee ai principi circolatori dei titoli di credito. L'orientamento in parola cerca di *salvaguardare le regole sulla esatta proporzionalità del diritto di sottoscrizione degli aumenti di capitale e delle riduzioni conseguenti a perdite del capitale, sulla esatta determinazione dei rapporti di cambio di fusione o scissione, sulla divisibilità senza limiti della quota di partecipazione in caso di suo trasferimento inter vivos o mortis causa, poiché all'interno di ciascuna categoria non vi sarà alcun obbligo di rispettare un'unità di misura predeterminata. Sotto questo profilo appare quindi inesatto affermare che la normativa sul crowdfunding ha "dematerializzato" le partecipazioni di s.r.l., in quanto per dematerializzare un titolo occorre in primo luogo che un titolo esista, cioè che sia emesso dalla società un documento incorporante il diritto partecipativo con la funzione di trasferire il diritto da esso rappresentato tramite la sua consegna, girata o a mezzo transfert. Nelle s.r.l. tutto questo è ancora vietato e, anche per le partecipazioni offerte sui portali telematici, non si verifica alcuna equiparazione tra quote di partecipazione e titoli di credito. In realtà, questa lettura riduttiva della riforma 2017 non può essere accolta in toto. Probabilmente si può dire che surrettiziamente il crowdfunding abbia introdotto l'oggettivazione e la standardizzazione della quota ante litteram. [30]. Con la *standardizzazione* viene reciso il rapporto di corrispondenza biunivoca tra la quota e il titolare, che poteva disporre solo con atto pubblico o in autentica a soggetto determinato, ingenerando, invece, ora una manifestazione di offerta di prodotto finanziario [31] E' questo il vero momento determinante che assicura il passaggio dalla s.r.l. personalistica, alla s.r.l. vettore di prodotti finanziari.*

4.1 La c.d. legge capitali: ratio informativa e prospettive de iure condendo.

Volendo approfondire il discorso a questo punto ci chiediamo come possa essere definito il contenuto innovativo della Legge Capitali sulla s.r.l.? Possiamo provare ad individuare due punti cardine a livello di "mens legis" :

A) L'erosione dell'art. 2468 c.c.

B) L'introduzione della dematerializzazione quale criterio alternativo al sistema circolatorio delle quote.

In particolare, in forza della nuova normativa è consentito l'accesso al sistema di dematerializzazione disciplinato dall'art. 83- *bis* TUF [32] per le quote delle s.r.l. PMI, [33], al fine di avvalersi delle relative modalità di gestione e trasferimento, re-introducendo in tale ipotesi l'obbligo di tenuta del libro dei soci da parte della società [34]. In particolare: attraverso l'inserimento dei seguenti commi all'art. 26 d.l. 179/2012 si è disciplinato che:

** (2- bis ss.) è consentita l'immissione di tali quote all'interno dei sistemi di gestione accentrata, con applicazione integrale della disciplina dettata dal Testo Unico della Finanza per i titoli scritture (gli artt. 83 ss., richiamati dal nuovo comma 2- ter) [35]*

Si introduce, per questa via, una nuova forma documentale delle partecipazioni di s.r.l. e al tempo stesso una modalità di circolazione delle medesime, ulteriore (di un livello c.d. avanzato) rispetto alla tradizionale circolazione [36]), per atto notarile *ex art* 2470 c.c. o per atto digitale veicolato da altro professionista abilitato, *ex art*. 36 d.l. 112/2008, come pure ulteriore rispetto alla più recente circolazione intermediata delle quote collocate tramite *crowdfunding* (art. 100- *ter* t.u.f.). [37].

Si può, a nostro avviso, sostenere che il criterio di individuazione/ selezione della partecipazione si articola in quello pubblicitario (e di opponibilità) e in quello circolatorio. Questi due elementi empirico/fattuali condizionano l'essenza della partecipazione sociale, in quanto pubblicità e circolazione sono coefficienti sintomatici della natura della partecipazione stessa, finendo per caratterizzarla.

* (nuovo co. 2- *quater*). Il portato originario dell'art. 2468 c.c. icasticamente rappresentato dal "divieto" di rappresentazione in azioni delle partecipazioni medesime (che prima squalificava in radice il sistema circolatorio cartolare proprio dei titoli di credito) viene ampiamente ridimensionato, ma non eliminato.

Ad avviso della dottrina [38] anche con l'introduzione dell'art. 100- *ter* t.u.f., che stimola una circolazione intermediata, non ne risulta compromessa la portata. Anche in questo caso, infatti, viene introdotto un meccanismo circolatorio alternato a quello cartolare.

Ecco in sintesi i punti salienti del c.d. "nuovo regime" alternativo, che innovano il corso precedente della circolazione delle partecipazioni sociali.

- Il trasferimento ad effetto reale della quota non era legato all'atto pubblico; né ad una procedura di deposito presso il registro dell'impresa.
- Risultava invece incardinato all'iscrizione presso il registro delle imprese da parte dell'intermediario una volta per tutte, come "socio" "per conto di terzi in linea alle scritture contabili della gestione accentrata. Si tratta sempre di un sistema che rimane estraneo, in punto di disciplina, da quello ordinario post abolizione libro soci. Abolizione si ricorda avvenuta per effetto delle misure di "contenimento della spesa" re-introducibile però su base statutaria).

Secondo parte della dottrina [39], vigente il "divieto" di cui all'art. 2468 c.c., risulta automaticamente disattivata la tutela, con una analogia in bonam partem, del principio dell'acquirente a non domino *ex art*. 83- *quinquies* t.u.f. e 83- *septies* t.u.f.) [40]

5.1. La c.d. nuova dematerializzazione - la "nuova versione dell'art. 100 *ter* t.u.f. L'apertura al regime di dematerializzazione non è generalizzata, bensì (*cf.* il nuovo co. 2- *bis*) riservata alle "quote appartenenti alle categorie, aventi eguale valore e conferenti eguali diritti". Dunque, sotto il profilo anzitutto soggettivo, l'accesso ai sistemi di gestione accentrata è possibile esclusivamente alle s.r.l. PMI, in quanto le sole legittimate all'emissione di quote di categoria. A questo punto, ci si chiede se ogni s.r.l., indipendentemente dalle proprie dimensioni (giuridico/economiche), e dunque nel quadro della disciplina codicistica, e non di quella speciale, contenuta nell'art. 26 d.l. 179/2012, possa derogare ai diritti partecipativi alla quota, in maniera non proporzionale. Cioè in altre parole, ci si chiede, se ogni s.r.l. possa dissociare i diritti partecipativi, disancorandoli dal profilo soggettivo del titolare socio [41] ma innestandoli su una base oggettivata, cioè come se fossero "incastonati nella quota medesima". I diritti partecipativi si sarebbero aggregati alla quota e non, *ex art*. 2468, co. 3, soggettivamente ai soci [42]. Apparentemente, pertanto, il circuito di riferimento per la Legge Capitali è rappresentato dalle s.r.l. di medie imprese. Ne sono escluse le s.r.l. di grandi dimensioni, cui risulterebbe precluso l'ingresso nei sistemi di gestione accentrata [43]

5.2. *E' opportuno precisare che la normativa previgente in tema di PMI non si distanziava così tanto dal punto di vista qualitativo funzionale rispetto alla legge Capitali.*

Ripercorriamo in sintesi i tratti qualificanti e gli eventuali punti di torsione:

- a) La Consob, sulla base della delega contenuta nell'art. 30, ha adottato il Regolamento sulla raccolta di capitali di rischio tramite portali on-line, con delibera n. 18592 del 26 giugno 2013, modificata dalle delibere del 24 febbraio 2016 n. 19520, del 29 novembre 2017 n. 20204 e del 17 gennaio 2018 n. 20264. Il Regolamento istituisce il registro dei gestori di portali, indicando i criteri di iscrizione e le regole di condotta, e definisce una serie di obblighi generali di comportamento dei gestori, in termini di diligenza, correttezza e trasparenza. L'art. 24 del Regolamento della Consob disciplina le condizioni di ammissione dell'offerta sul portale per le PMI:
- b) Lo statuto (o l'atto costitutivo) della società offerente deve prevedere il diritto di recesso o il diritto di co-vendita delle proprie partecipazioni (nonché le relative modalità e condizioni di esercizio) in favore dell'investitore non professionale o di investitori professionali, fondazioni bancarie o incubatori di start-up innovative che abbiano acquistato o sottoscritto strumenti finanziari offerti tramite portale, in caso di trasferimento (da parte dei soci di controllo) del controllo a terzi. Tali diritti devono essere riconosciuti per almeno tre anni dalla conclusione dell'offerta;
- c) Eventuali patti parasociali devono essere comunicati alla società e pubblicati sul sito internet della società;
- d) Almeno il 5% degli strumenti finanziari offerti devono essere sottoscritti da investitori professionali, fondazioni bancarie, incubatori di start-up innovative o investitori a supporto delle PMI, aventi un valore del portafoglio di strumenti finanziari, inclusi i depositi in contante, superiore a cinquecentomila euro, in possesso dei requisiti di onorabilità e di almeno uno dei seguenti requisiti:
- e) Esecuzione, nell'ultimo biennio, di almeno tre investimenti nel capitale sociale o a titolo di finanziamento soci in piccole e medie imprese, ciascuno dei quali per un importo almeno pari a quindicimila euro;
- f) Titolarità, per almeno dodici mesi, della carica di amministratore esecutivo in piccole e medie imprese diverse dalla società offerente.
- g) Possono essere costituite categorie di quote che non attribuiscono diritti di voto o che attribuiscono diritti di voto in misura non proporzionale o con diritto di voto limitato a particolari argomenti o subordinato al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative (art. 26, 3° comma, del medesimo D.L.). *Con patente richiamo all'art. 2351 c.c., che disciplina le categorie di azioni nella s.p.a., ma senza riprodurre le limitazioni in esso previste, relativamente all'emissione di azioni con voto depotenziato o con voto plurimo che nella s.p.a. si giustificano per il fatto di evitare uno iato patologico tra proprietà e controllo.* Come attenta dottrina ha segnalato (31), le differenti categorie di quote afferiscono ad una svolta in senso di mercato azionario in cui la quota come l'azione qualifica il socio e non il contrario "sulla base degli interessi meramente economici-remuneratori o gestori sottesi alla partecipazione in società".

5.3. *Ne è derivata una apertura al mercato in chiave inedita per una S.R.L. Infatti:*

*le PMI in forma di s.r.l. in deroga all'art. 2474 c.c. sono legittimate a compiere operazioni sulle proprie partecipazioni, a condizione che esse siano eseguite in attuazione a piani di incentivazione che prevedano l'assegnazione di quote di partecipazione a dipendenti, collaboratori o componenti dell'organo amministrativo, prestatori di opera e servizi anche professionali (art. 26, 6° comma, del D.L. 18 ottobre 2012 n. 179). Non viene richiamata la disciplina s.p.a in tema. Neppure vengono richiamate le limitazioni nell'acquisto dettate per

le s.p.a. dall’art. 2357 c.c. e ss., ma si ritiene che, per evitare fenomeni di annacquamento del capitale, connaturati in tali operazioni, esse siano applicabili per analogia.

* possono essere offerte al pubblico le quote di PMI in forma di s.r.l., anche mediante portali on-line, come previsto dal combinato disposto degli art. 26, 5° comma, e 30 del D.L. 18 ottobre 2012 n. 179.

* dirimente è la ripartizione delle quote in categorie: atteso che l’art. 2468 c.c. vieta l’offerta al pubblico delle quote delle s.r.l. in virtù della rilevanza della “personalizzazione delle quote e, dunque, della incompatibilità tra sollecitazione all’investimento e collegamento quota – persona, nelle PMI in forma di s.r.l., *la standardizzazione delle quote ha eliminato il nesso quota – persona, facendo cadere anche il divieto alla sollecitazione all’investimento.*” [44] Da qui è derivata la gestione dei c.d. portali -veicolo di offerta al pubblico:

- L’articolo 30 del D.L. ha introdotto nel TUF l’art. 50-quinquies e l’art. 100-ter (sostituito dall’art. 4, comma 3, lett. a), D. Lgs. 3 agosto 2017, n. 129), disciplinanti la gestione dei portali per la raccolta di capitali per le PMI e le relative offerte

- L’art. 100-ter comma 1 del TUF prevede la possibilità di offrire al pubblico, attraverso i portali per la raccolta di capitali, gli strumenti finanziari di tutte le PMI, a prescindere dal carattere innovativo e dalla tipologia societaria, mentre i commi 1-bis e 2-bis dettano una normativa specifica per quanto riguarda l’offerta al pubblico delle quote di PMI in forma di s.r.l.

In termini di circolazione l’assunto che campeggiava, alla luce di questo micro-sistema del 2017, risulta così riassumibile:

-l’alienazione delle quote delle PMI in forma di s.r.l. per mezzo dei portali on-line è una modalità alternativa di trasferimento delle quote, che si aggiunge e non elimina quella tradizionale;

-nel caso in cui si opti per la circolazione con regime di dematerializzazione, la sottoscrizione delle quote viene effettuata per il tramite di intermediari abilitati, che depositano nel Registro delle Imprese una certificazione attestante la titolarità di soci per conto di terzi ed effettuano l’ intestazione delle quote in nome proprio e per conto dei sottoscrittori.

5.4. *Ora per effetto della mini-riforma si può’ rilasciare ai sottoscrittori una certificazione comprovante la titolarità delle quote. Tale certificato è un titolo di legittimazione per l’esercizio dei diritti sociali, nominativo e non trasferibile. L’alienazione delle quote avviene mediante una semplice annotazione del trasferimento nei registri tenuti dall’intermediario, senza costi né per l’acquirente né per l’alienante.* [45].

La base volontaria è evidente. La riforma ha reso la s.r.l., quando piccola media impresa, una tipologia societaria completamente plasmabile dai soci. I soci, infatti, possono decidere se attribuire alla s.r.l. i caratteri tradizionali o quelli del tutto diversi della nuova normativa. [46] Allo stato del D.L. 24 aprile 2017 n. 50, convertito nella Legge 21 giugno 2017 n. 96, la s.r.l. smette di essere esclusivamente una società chiusa e con spiccata personalizzazione, per mostrare un volto nuovo ed alternativo di società aperta e disposta a raccogliere capitali utilizzando i canali più disparati. Si apprezza sempre un aspetto inedito: la flessibilità è concessa alle sole s.r.l. di piccola e media dimensione, mentre le grandi s.r.l., nelle quali la standardizzazione e l’offerta al pubblico delle quote potrebbero essere funzionali al consolidamento delle stesse società, sono vincolate alla più rigida disciplina del codice e, dunque, sono condannate a restare s.r.l. “chiuse”. [47].

3.1. Le regole di legittimazione e trasferimento.

Un criterio discrezionale che guida il c.d. processo di “nuova dematerializzazione” [48] è individuato dalla serialità e dalla standardizzazione delle quote

Sono dematerializzabili solo le quote emesse in forma seriale e standardizzata per cui viene utilizzato il sintagma eguali diritti ed eguale valore.

In questo caso, dobbiamo riaprire la parentesi circa l'effettiva vigenza del principio di unitarietà della quota, che, all'indomani della nascita delle PMI -S.R.L., è stato palesemente messo in discussione tanto da risultare *ius controversum* [49] (ci si è chiesto infatti se si potesse parlare di quote diverse o di diversa modalità di circolazione delle quote). Aver ammesso la sua frazionabilità [50], attraverso il recesso parziale di quota, nonché attraverso l'introduzione statutaria di clausole di recesso, che consentissero il recesso parziale come forma di disinvestimento, ha originato il concetto di quota, quale strumento di investimento temporaneo, a diffusione elevata, ora meglio plasmato dalla Legge Capitali, *che expressis verbis predica che la standardizzazione nelle s.r.l. PMI è legittima.* [51],

Il rapporto tra la standardizzazione di quota e la dematerializzazione è di corrispondenza biunivoca. Si tratta di coefficienti che devono coesistere e la cui esistenza si giustifica in rapporto esigenza/altrimenti. La quota dematerializzata deve essere standardizzata e seriale. Ovvero, se la quota non è standardizzata, risulta ab origine carente dei presupposti per dare ingresso alla dematerializzazione.

Quindi, come attenta dottrina ha sottolineato, si assiste ad una carenza di presupposti ab origine in caso di società che emetta quote (non speciali e non standardizzate), indicate dall'atto costitutivo in un'entità complessiva quali partecipazioni di categoria, senza predefinire di queste il numero, un valore nominale unitario e per tutte invariabilmente identico. Queste partecipazioni sono inidonee ad essere impiegate in un sistema di gestione accentrata. [52],

3.2. Secondo pertanto questa prospettiva, *la semplice standardizzazione della quota costituisce il presupposto per l'immissione nel sistema in regime di dematerializzazione. In pratica un nuovo circuito alternativo e coesistente con l'ipotesi di quote speciali che siano state oggetto di collocamento tramite le piattaforme di crowdfunding. Si tratta in pratica di una opzione alternativa, rispetto alla c.d. circolazione intermediata di cui all'art. 100-ter t.u.f, come precedentemente esaminato. Aderendo a questa impostazione [53], non sarebbe richiesto che le quote siano liberamente trasferibili, né interamente liberate.* Infatti pare evidente "che il regime di dematerializzazione, pur indirizzando verso il sistema prioritariamente proprio gli strumenti finanziari, che presentano entrambe queste caratteristiche, accoglie, in via generale, anche quelli che ne difettano, semplicemente mantenendone separata ed apposita evidenza (v. art. 33, co. 1 e 2, Provvedimento unico sul post-trading Consob - Banca d'Italia, 13 agosto 2018, nella sua versione attuale – n.d.a. e precisamente Provvedimento Consob/Banca d'Italia del 10 ottobre 2022 Modifiche al provvedimento 13 agosto 2018, recante la «disciplina delle controparti centrali, dei depositari centrali e dell'attività di gestione accentrata» non v'è ragione di ritenere che questa apertura non debba valere per le partecipazioni delle s.r.l." [54].

3.3. Condividiamo i motivi di perplessità in ordine ad una estensione diretta del Provvedimento confezionato per gli strumenti finanziari nei confronti di quote non interamente liberate e non liberamente trasferibili. A ben vedere, se il denominatore comune è costituito dalla frazionabilità della quota, questa per essere considerata strumento di investimento deve risultare frazionata in concreto e disponibile, per subire un processo di dematerializzazione. La quota conserva sempre una ontologia eterogenea rispetto agli strumenti finanziari. La c.d. dematerializzazione [55], *può avvenire su una quota che sia liberata e pienamente alienabile.* Altrimenti verrebbe meno uno dei presupposti della promozione dell'investimento che costituisce uno dei cardini della legge Capitali. La politica di promozione all'investimento necessita di una disponibilità immediata della tipologia di quota in oggetto.

3.4. *La dematerializzazione sembra operare sulla base di una creazione di categorie speciali di quote [56]. Se ci si riferisce a categorie speciali, devono ipotizzarsi almeno due categorie, che la società con il suo atto costitutivo ha posto in essere. In altre parole la presenza di una*

categoria speciale postula l'automatica compresenza di una categoria di quote ordinarie. Quindi due categorie sono necessarie. La creazione delle categorie incontra però un limite. La standardizzazione e la dematerializzazione non può investire tutte le quote emesse, altrimenti si arriverebbe alla surrettizia creazione a diritto vigente di una compagine societaria rappresentata da titoli para-azionari [57],

In realtà, la questione pare essere un po' più complessa afferisce non solo alla riforma e alla quota, ma alla struttura stessa dei rapporti societari della società a responsabilità limitata. A far mente dal 2003, la s.r.l. ha avuto una evoluzione fenomenologica variegata, che fino al 2012/2017 non ha determinato radicali torsioni sulla struttura di impianto:

*quota= entità diversa da azione

*assenza di cartolarità nella quota

*modalità di trasmissione attraverso cessione

*introduzione della frazionabilità della quota e del recesso parziale quale strumento di investimento/disinvestimento della medesima

* la standardizzazione e dematerializzazione, già a mente del 2017, ha posto il problema se in una stessa s.r.l. potessero coesistere partecipazioni ordinarie (almeno una) conformate col modello codicistico (che prevede pertanto la coesistenza in capo al socio di diritti economici e amministrativi e partecipazioni) che si trasferiscono secondo il modello tradizionale, associate a quote dematerializzate su di un modello para-azionario. Viceversa ci si chiede fino a che punto sia possibile giungere ad avere una s.r.l. con totale struttura para –azionaria, in cui i diritti amministrativi tipici del titolare di quota sono disattivati, e viene innescata una conseguente circolazione cartolare delle quote.

Bisogna chiedersi quindi in che prospettiva questa dematerializzazione sia dogmaticamente inquadrabile nel genus delle dematerializzazioni degli strumenti finanziari [58],

1.1 Conclusioni

Al termine di questa prima parte dell'indagine in maniera un po' semplicistica ma efficace, possiamo tracciare una parabola evolutiva dell's.r.l. ordinaria dalla prima fase di introduzione per gradi del Codice della Crisi di Impresa al Decreto Capitali.

- Un primo segmento è consegnato all'impatto che il Codice produce sulla rivoluzione dei sistemi di allerta e sulla nuova valenza dell'art. 2086 c.c.
- La s.r.l. Vietti perde l'appel (o sembra perdere) l'appel del modello flessibile da cui il sintagma altamente rappresentativo di "calo del desiderio"
- Il decreto Capitali dispiega sulla srl un effetto rilancio che opera su di un piano economico e su di un piano giuridico
- Lo scopo è l'attrazione di capitali attraverso il sistema di circolazione della quota.
- Le modalità circolatorie determinano una fisionomia differente della porzione di quote rappresentate
- Si introduce il concetto di nuova dematerializzazione, individuato dalla serialità e dalla standardizzazione delle quote

Sono dematerializzabili solo le quote emesse in forma seriale e standardizzata con uguale valore e uguali diritti.

Il rapporto tra la standardizzazione di quota e la dematerializzazione è di corrispondenza biunivoca. Si tratta di coefficienti che devono coesistere e la cui esistenza si giustifica in rapporto esigibilità/altrimenti. La quota dematerializzata deve essere standardizzata e seriale. Ovvero, se la quota non è standardizzata, risulta ab origine carente dei presupposti per dare ingresso alla dematerializzazione.

Bisogna chiedersi se si sta introducendo una tipologia diversa di s.r.l. che da un lato segna l'abbandono del c.d. modello Vietti, dall'altro permetta al modello base di società a

responsabilità limitata di assumere fisionomie diverse rispetto all'attivazione delle particolari tipologie di quote tra quelle contemplate nella Legge Capitali.

Più che una nuova s.r.l. parrebbe configurarsi una s.r.l. a struttura variabile (giuridica ed economica).

LA FATTISPECIE IMPRESA, IL NUOVO RUOLO DELL'ART. 2086 c.c., LA S.R.L. ALLA LUCE DEL NUOVO CODICE DELLA CRISI DI IMPRESA E DELL'INSOLVENZA:

La "decostruzione" del modello tradizionale dopo la legge c.d. capitali.

PARTE II b) i processi c.d. di digitalizzazione che possono essere impressi alle nuove tipologie di quote.

Come avevamo già accennato nella prima parte di questo studio ha lo scopo di compiere una ricognizione cursoria circa lo stato dell'arte della Società a Responsabilità Limitata dopo l'avvento della c.d. Legge Capitali. In un quadro che non è avulso da una riflessione di non poco momento ad opera di di Andrea Vincenti, Visiting Professor presso l'International University of Gorazde) comparsa sulla Rivista "Il Diritto Fallimentare e delle Società Commerciali " di Giappichelli (infra meglio citato) dal titolo "La s.r.l. alla luce del nuovo codice della crisi di impresa e dell'insolvenza: possibile "calo del desiderio" nei confronti del modello ad oggi più diffuso ".In questa cornice in cui il modello base s.r.l., soprattutto venutasi a creare intorno alla S.r.l. Vietti, pare essere recessivo, la legge Capitali opererebbe una sorta di rilancio della S.R.L. che in una prospettiva problematica poniamo in questi tre studi a partire

a) dalla circolazione o nuova circolazione delle quote S.r.l., b) i processi c.d. di digitalizzazione che possono essere impressi alle nuove tipologie di quote c) l'analisi della fenomenologia dei vincoli che possono essere ad essa imposti per valorizzarne l'impiego nelle operazioni esecutive dei piani industriali di soci imprenditori.

La c.d. "nuova dematerializzazione " della quota s.r.l. produce un effetto domino in ordine ai meccanismi circolatori.

Nella s.r.l. tradizionale, l'iscrizione nel registro delle imprese surroga la soppressione del libro soci.

Il nuovo sistema di circolazione, la gestione accentrata, e la reintroduzione del libro soci, accendono i riflettori su alcuni punti di torsione del sistema. Di fatto si avverte una minore affidabilità delle risultanze del registro delle imprese rispetto alla pubblicità immobiliare per il solo profilo della tempestività di esecuzione della pubblicità. Infatti, mentre il Conservatore dei registri immobiliari è obbligato ad eseguire l'annotazione del titolo ai fini della trascrizione secondo l'ordine di presentazione (art. 2678 comma 1 c.c.), analoga previsione non è riscontrabile nel sistema della pubblicità camerale, ove è prescritto unicamente che l'iscrizione sia eseguita senza indugio e comunque entro il termine di cinque giorni se la domanda è presentata su supporto informatico (art. 11 comma 8 del D.P.R. 7 dicembre 1995, n. 581).

Nella pluralità del panorama composito delle categorie di quote, alla luce dei due processi normativi di dematerializzazione, quello indiretto (con la creazione dei portali on line e l'offerta al pubblico di quote delle PMI-SRL nel 2017) e quello forte, para-azionario della gestione accentrata (Legge Capitali). Si proverà ad analizzare se la Legge Capitali abbia

prodotto un upgrade irreversibile, sul piano storico dogmatico in materia. Ci si chiederà se sono stati forgiati nuovi “tipi” di quote, sia se ne sia derivata una alterazione della struttura della s.r.l. tanto del concetto di quota di s.r.l.

In caso di quota di s.r.l. tradizionale/ordinaria non si rilevano ragioni convincenti per non ascrivere la medesima al genus di bene mobile “registrato”. Probabilmente qualora ricorra la dematerializzazione forte indotta dal sistema di gestione accentrata, come ricalibrato dalla legge Capitali, si intraprende un percorso teso a introdurre attraverso la quota di s.r.l. standardizzata e frazionata una nuova tipologia di s.r.l. para azionaria. Forse è iniziata la de-costruzione del modello tradizionale. Ed è iniziata operando non sulla struttura di impresa assolta dalla s.r.l. ma dalla nuova modalità impressa alla circolazione delle partecipazioni sociali.

PARTE II

I PROCESSI C.D. DI DIGITALIZZAZIONE CHE POSSONO ESSERE IMPRESSI ALLE NUOVE TIPOLOGIE DI QUOTE.

- 1. Il conflitto di norme col Decreto Fintech e la digitalizzazione.*
- 2. Verso una nuova tipologia di s.r.l.*
- 3. L’abbandono definitivo della base personalistica?*
- 4. La “restaurazione del libro soci”.*
- 5. La divisione del capitale sulla base della diversa categoria dei soci.*
- 6. Conclusioni*

1.1 Il conflitto di norme col Decreto Fintech e la digitalizzazione.

Una questione contigua, che non si può non affrontare, attiene alle innovazioni introdotte dalla Legge Capitali con il “Decreto Fintech”. Questa fonte normativa temporalmente successiva si pone in rapporto di integrazione / conflitto con la digitalizzazione degli strumenti finanziari promossa dal Decreto Legge n. 25 del 17 marzo 2023, convertito con Legge n. 52/2023 (il “Decreto Fintech”).? Quindi si può parlare di conflitto, in ordine alla effettiva applicazione del suddetto regime di digitalizzazione [59], In primo luogo, si può notare che con tali modifiche introdotte dalla c.d. mini-riforma, il legislatore intende semplificare le procedure e ridurre i costi e gli oneri amministrativi connessi all’emissione e al trasferimento delle quote delle PMI. Queste saranno identificate tramite codice univoco ISIN (International Securities Identification Number), nell’ottica di promuovere lo sviluppo del mercato dei capitali.

Come precisato nel dossier illustrativo del 23 ottobre 2023 emesso dagli Uffici del Senato e della Camera, la dematerializzazione consentirà (i) ai risparmiatori di ridurre il rischio di subire il furto dei propri titoli ovvero di entrare in possesso di titoli falsi e (ii) agli emittenti di risparmiare costi di stampa e movimentazione dei titoli; infine, (iii) il pagamento di interessi e il rimborso del capitale saranno slegati dall’esibizione dei titoli e avverranno mediante accredito sui conti detenuti dagli emittenti presso l’intermediario.

- 1.2.** Pur riconoscendo la portata innovativa delle modifiche introdotte dal DDL Capitali, si osserva come il Legislatore, sul punto, non abbia accostato alla nozione di dematerializzazione quella di digitalizzazione, prevista dal Decreto Fintech e da ultimo attuata attraverso il Regolamento

sull’emissione e circolazione in forma digitale di strumenti finanziari, adottato da Consob con delibera n. 22923 del 6 dicembre 2023 (il “Regolamento sui responsabili del registro”).

Il Decreto Fintech adegua l’ordinamento nazionale al Regolamento (UE) 2022/858 (c.d. DLT Pilot Regime – il “Regolamento DLT”), che istituisce in ambito europeo un regime sperimentale per le infrastrutture di mercato basate sulla tecnologia a registro distribuito (Distributed ledger technology – “DLT”) e prevede la possibilità di costituire piattaforme di negoziazione di strumenti finanziari digitali.

1.3. La DLT è una forma di tecnologia, strutturata in modo da consentire ai partecipanti di una rete di scambiarsi informazioni e documenti in modo sicuro ed efficiente, attraverso la quale tutti i partecipanti ad una transazione sono in grado di accedere ai dati registrati e sapere con certezza cosa accade, quando accade, senza dover ricorrere ad un intermediario. I registri distribuiti offrono, quindi, un archivio condiviso di informazioni contenuti in nodi di rete automatizzati e tra loro sincronizzati.

Questo nuovo provvedimento normativo, che introduce lo strumento finanziario digitale, disciplina le condizioni per il ricorso alle tecnologie a registro, distribuito per l’emissione e il trasferimento di strumenti finanziari, configurando un nuovo regime per forma e circolazione di alcuni strumenti finanziari, rappresentativo di un *tertium genus* rispetto alle tradizionali forme cartolari e dematerializzate regolate dal TUF (come integrato dal DDL Capitali), che deroga alle norme sulla gestione accentrata degli strumenti finanziari da parte di un unico soggetto depositario.

Rispetto al tradizionale sistema di gestione accentrata, il ricorso alla DLT nel panorama finanziario dovrebbe garantire una:

- *riduzione dei costi, a fronte dell’eliminazione di supporti cartacei;
- *trasparenza a beneficio di tutte le parti coinvolte, in quanto ciascuno avrebbe accesso a documenti tra loro identici e aggiornabili solo mediante un processo consensuale definito;
- *tracciabilità, verificabilità e immutabilità di ogni transazione, registrata e memorizzata contemporaneamente su tutti i nodi della rete;
- *rapidità ed efficienza delle operazioni grazie alla disintermediazione, che ridurrebbe, tra l’altro, il margine di errore umano e il rischio di manipolazione del mercato;
- *maggiore visibilità ed esposizione al mercato delle opportunità di investimento, accessibili a chiunque disponga di una rete internet.

1.4 Il Decreto Fintech, allo scopo di rendere le infrastrutture di mercato DLT interoperabili con quelle del sistema finanziario tradizionale e consentire alle PMI di emettere strumenti di debito direttamente su registri digitalizzati e decentralizzati, prevede che l’emissione e il trasferimento degli strumenti finanziari siano effettuati attraverso scritture su un registro per la circolazione digitale, conservato da apposito responsabile iscritto nel relativo elenco tenuto da Consob. Il registro per la circolazione digitale pone un problema di coordinamento con la reintroduzione del libro soci e con la dematerializzazione forte quale strumento antagonista del titolo digitale.

In attuazione di quanto previsto dall’art. 28 del decreto, Consob ha recentemente adottato il Regolamento sui responsabili del registro, che definisce i principi e i criteri relativi alla formazione e alla tenuta dell’elenco dei responsabili del registro per la circolazione digitale di strumenti finanziari e relative forme di pubblicità.

Per quanto a noi attiene, risulta dirimente il comma 2, lettera a-bis, del suddetto articolo 28, che attribuisce a Consob il potere di includere nell’ambito degli strumenti finanziari soggetti alla disciplina del Decreto Fintech anche le quote di partecipazione ad una società a responsabilità limitata, riconoscendo quindi la facoltà di estendere la nozione di strumento finanziario digitale anche alle quote di PMI.

Ci sarebbe pertanto una duplicità di dematerializzazione forte? O l’instaurarsi di una norma di conflitto?

Sembra quindi che il legislatore, almeno per il momento, abbia deciso di prevedere due sistemi

alternativi attraverso i quali regolamentare le procedure di dematerializzazione degli strumenti finanziari. Alla luce dell'introduzione del regime di dematerializzazione per le quote di S.r.l., allo stato ricondotto al sistema di gestione accentrata del TUF, e della possibilità di ampliare il regime di digitalizzazione anche a tali strumenti, ci si chiede se e quando Consob procederà all'adozione del regolamento attuativo del Decreto Fintech, in merito al contenuto del quale sono state espresse notevoli perplessità, proprio per il mancato coordinamento con le norme generali di sistema (si pensi a quelle che disciplinano le verifiche in materia di antiriciclaggio e a quelle di natura fiscale). Diversamente, si rischia che il processo di digitalizzazione, peraltro previsto da una norma di rango Comunitario, resti inattuata per lungo tempo.

3.5. Verso una nuova tipologia di s.r.l.

Alle quote emesse in forma "scritturale" (ossia dematerializzata) si applicherà la disciplina sulla gestione accentrata in regime di dematerializzazione di cui agli artt. da 83-bis a 83- quaterdecies del TUF. L'aggiornamento del libro soci di tali società seguirà pertanto regole diverse per:

- 1) le quote di S.r.l. PMI non dematerializzate (in questo caso "devono essere indicati nel libro soci, distintamente per ogni categoria, il nome dei soci, la partecipazione di spettanza di ciascuno, i versamenti fatti sulle partecipazioni, nonché le variazioni nelle persone dei soci");
- 2) le quote di PMI dematerializzate (in tale ipotesi, "la società è tenuta ad aggiornare il libro soci conformemente a quanto previsto per le azioni dall'articolo 83-undecies, comma 1"). Viene quindi replicata per queste quote la disciplina sui compiti dell'intermediario (art. 83-novies del TUF) e sulla identificazione degli azionisti (art. 83-duodecies del TUF).

Per permettere il raccordo con la disciplina previgente, la nuova norma modifica inoltre: (i) l'art. 26 del D. Lgs. n.179 del 2012, recante "Ulteriori misure urgenti per la crescita del Paese", convertito in Legge n. 221 del 2012; e (ii) l'art. 100-ter del TUF sulle offerte di crowdfunding (il regime delle quote in forma dematerializzata viene previsto come alternativo a quello delle quote di S.r.l. sottoscritte nei portali di crowdfunding).

3.1L'abbandono definitivo della base personalistica?

La Legge Capitali segna il tramonto del modello s.r.l. 2003 c.d. tradizionale a base personalistica? Che la stratificazione normativa abbia determinato un iter evolutivo è innegabile ma non al punto da creare una nuova s.r.l.[60],

Rimane sempre da definire il perimetro della c.d. nuova dematerializzazione, dal momento che avevamo già assistito ad una forma di dematerializzazione per le quote s.r.l.. Ci si deve chiedere anche che rapporto sussista con la c.d. dematerializzazione attuata per gli strumenti finanziari in genere e la c.d. dematerializzazione azionaria. [61].

Possiamo parlare di una "nuova dematerializzazione", aderendo alla ricostruzione di chi ha sostenuto che le PMI-S.R.L. già nel 2017 avevano previsto i tre coefficienti basilari: frazionamento/standardizzazione/dematerializzazione.

Vediamo quindi di tracciare l'iter previsto dalla dematerializzazione legge Capitali.

Deve ritenersi preferibile la lettura [62] che assegna al nuovo comma 2- bis un regime di dematerializzazione facoltativa (le quote "possono esistere in forma scritturale"), alla stregua di quanto previsto per l'emittente di strumenti finanziari non negoziati nei mercati (art. 83- bis, co. 3, t.u.f.).

- 3.1. L'opzione della dematerializzazione non costituisce un diritto soggettivo, nè un diritto amministrativo del socio, ma compete alla società. La società pertanto con deliberazione, assunta nelle rituali modalità previste dalla legge, determina l'immissione delle quote speciali nel sistema di gestione accentrata che diviene obbligatorio per tutti i quotisti.

Di conseguenza viene il sospetto che non sia praticabile l'opzione normativa stabilita dall'art. 100-ter t.u.f. (co. 2, lett. b) per l'instestazione intermediata e, all'interno dello stesso sistema di gestione accentrata, dall'art. 86 t.u.f. per i casi degli strumenti finanziari cartacei depositati in monte.

Sempre seguendo questa lettura (50), la dematerializzazione dovrebbe essere stabilita con apposita

clausola astratta, inserita nell'atto costitutivo. In questo l'A. rinverrebbe un addentellato con l'art. 2346 c.c. per le azioni di s.p.a.; il ricorso ad essa non è imposto da norma di legge ex art. 83- bis t.u.f.. Ma costituisce un'opzione praticabile. Di conseguenza:

*la deliberazione di avvalersi dell'opzione prevista deve essere contestuale alla decisione di emissione e irreversibile, con decisione determinata di una precisa collocazione in una tipologia specifica di quota standardizzata.

* La reversibilità delle opzioni contestualmente praticate devono essere oggetto di consenso unanime da parte dei soci.

*In questo caso però a nostro avviso non si tratterebbe più di delibera assembleare ma di consenso individuale al mutamento di una o più posizioni che hanno assunto il rango di diritti quesiti. La circolazione delle quote dematerializzate e la legittimazione all'esercizio dei diritti sociali.

* l'immissione delle quote nel sistema accentrato determina una exaequatio tra le stesse e ogni altro strumento finanziario dematerializzato.

* l'esercizio dei diritti connessi alle quote e la loro circolazione si realizza tramite operazioni di giro, ai sensi dell'art. 83- quater t.u.f. Testualmente la normativa non dispone che questo sistema di circolazione si attui in deroga, o "in alternativa" alla disciplina contenuta nell'art. 2470 c.c. (e nel d.l. 112/2008 quanto alla variante non notarile), come accade invece per la circolazione intermediata (ma non cartolare) prevista dall'art. 100- ter t.u.f. De facto l'opzione per una integrale adesione al regime di dematerializzazione (nuovo co. 2- ter) determina una squalifica per le quote scritturali dalle regole di circolazione codicistica. Questo per cercare una ratio di coerenza nella riforma e considerare l'operazione de qua quantomeno un upgrade rispetto alla dematerializzazione del 2017.

3.2.L'A. (51), parla di circolazione scritturale protetta, allo stesso modo al pari di in forza del richiamo che nel nuovo art. 26, co. 2- ter, d.l. 179/2012 viene fatto agli artt. 83-quinquies, co. 2, e 83- septies t.u.f. L' art. 83- quinquies, co. 1, t.u. f. viene richiamato per sostenere che la legittimazione deve essere "piena ed esclusiva":

- si acquista, pertanto, con la registrazione in conto e si esprime poi, concretamente, (è "attestata": art. 83- quinquies, co. 3) mediante le certificazioni rilasciate e comunicazioni effettuate dall'intermediario, secondo il meccanismo del sistema accentrato;
- la legittimazione deriva in forza della registrazione in conto e assume la figura tipologica dei singoli strumenti finanziari in oggetto. Viene a questo fine, a scopo di gestione di una pluralità di categorie di quote, il ripristino della tenuta del libro soci, appunto per la specifica fattispecie, per la società che abbia emesso una o più categorie di quote in forma scritturale.

4.1 La "restaurazione del libro soci".

Bisogna a questo punto chiedersi se il libro soci costituisca un instrumentum legitimationis e recuperi l'originaria funzione di condizione del trasferimento, nonostante l'operazione di giro. L'iscrizione a libro soci ha efficacia costitutiva della legittimazione a disporre e al contempo costituisce uno strumento per l'opponibilità della titolarità della partecipazione ai soci e ai terzi? C'è una nuova funzione del libro soci, quale strumento che determina una condizione necessaria sufficiente per il trasferimento, attuato nel sistema mediante l'operazione di giro.

L'efficienza del libro soci è limitata ad un requisito probatorio succedaneo intra sistema o dispiega una efficacia anche fuori dal sistema, in ordine alla possibilità di poter esercitare i diritti nei confronti della società?

Se così fosse, il titolare di quota dovrebbe onerarsi di ottenere tale iscrizione richiedendo preventivamente presso il proprio intermediario una idonea certificazione funzionale a richiedere proprio l'aggiornamento del libro soci.

Tuttavia per tabulas non è possibile rinvenire un appiglio normativo che restituisca al libro soci l'originaria valenza sistematica ante riforma 2008. Il comma. 2- quater, appaia il nuovo sistema

scritturale con funzione vicaria del libro soci alle condizioni e modalità di aggiornamento alle regole vigenti per i titoli azionari, regole che, per effetto di quanto disposto dall’art. 2355 c.c., escludono che tale aggiornamento sia preliminare all’esercizio dei diritti partecipativi.

4.2. La funzione della formalità documentale reintrodotta dalla novella è essenzialmente informativa, latu sensu pubblicitaria. Consente in altre parole ai soci (vedi l’ultimo periodo del co. 2- quater) di raccogliere direttamente dalla società un quadro completo dei dati relativi alla compagine sociale. Quindi di censire e fotografare in base all’aggiornamento la compagine sociale e sopperire ad eventuali discrasie di ordine telematico che possano verificarsi nel funzionamento della gestione accentrata.

Si tratta quindi di una funzione ad probationem, qualificata solo nel caso in cui serva a dirimere dei deficit strutturali di intermediazione quote. Cioè, se per ragioni di funzionamento di sistema telematico, non si è verificato il c.d. trasferimento strutturale. Altrimenti la funzione del libro soci assume una valenza prettamente censitaria, intesa come di cristallizzazione a scatti temporali successivi della variazioni della compagine sociale in forza delle operazioni di scritturazione.

4.3 Come già accennato supra il circuito applicativo di elezione è rappresentato dalle PMI. Secondo una tesi, si dovrebbe utilizzare la nozione utilizzata dal D.Lgs. n. 58/98 (il Tuf, Testo unico finanza) in materia di crowdfunding. Tesi secondo la quale sono Pmi le “società, che in base al loro più recente bilancio annuale o consolidato”, soddisfino almeno due dei tre seguenti criteri:

Numero medio di dipendenti nel corso dell’esercizio inferiore a 250, Totale dello stato patrimoniale non superiore a 43 milioni di euro Fatturato netto annuale non superiore a 50 milioni. [63]

5.1 La divisione del capitale sulla base della diversa categoria dei soci.

Con l’innovazione disposta dalla legge 21/2024, la S.r.l.-Pmi aggiunge ai requisiti base un altro coefficiente di “specialità”, oltre a quelle che già caratterizzano queste società, vale a dire: la possibilità di suddividere il capitale sociale in categorie di quote fornite di diritti diversi. In particolare: quote prive del diritto di voto, quote con voto non proporzionato alla entità della partecipazione al capitale sociale, quote con voto limitato a particolari argomenti o subordinato al verificarsi di condizioni, eccetera.

Si incrementa la possibilità di effettuare operazioni sulle proprie partecipazioni. Questo, qualora siano compiute in attuazione di piani di incentivazione che prevedano l’assegnazione di quote di partecipazione a dipendenti, collaboratori o componenti dell’organo amministrativo, prestatori d’opera e di servizi anche professionali;

5.1. Qual è allora la c.d. quota specializzante delle PMI S.R.L. come categoria di impresa?

Possiamo azzardare questa ricostruzione, le PMI S.R.L., allo stato degli atti, hanno:

- * la possibilità di realizzare un’offerta pubblica di quote anche attraverso portali per la raccolta di capitali (equity crowdfunding), ovvero le c.d. piattaforme online che hanno come finalità esclusiva la facilitazione della raccolta di capitale di rischio da parte delle piccole e medie imprese;
- * la possibilità, già vantata prima della Legge n. 21/2024, di far sottoscrivere quote, tramite intermediari abilitati a effettuare servizi di investimento; già prima la loro circolazione poteva avvenire, in via alternativa alle modalità “ordinarie”, mediante una annotazione del loro trasferimento nei registri tenuti da tali intermediari.

Possiamo allora sostenere che, prima di questa nuova dematerializzazione o dematerializzazione piena, vigesse un sistema di dematerializzazione cosiddetta “impropria” per le S.r.l.-Pmi che avessero promosso una raccolta di capitali tramite piattaforme di equity crowdfunding.

La nuova normativa si affianca a quella preesistente, consentendo opzionalmente la cosiddetta “dematerializzazione forte”, con la conseguente emissione di categorie di quote scritturali, attraverso l’accesso allo stesso regime di gestione accentrata previsto (obbligatoriamente o

volontariamente, a seconda dei casi) per le società azionarie.

In altre parole, queste quote di S.r.l.-Pmi, emesse in forma scritturale, potranno esistere sotto la specie di semplici registrazioni contabili. Possiamo a questo punto concludere che la standardizzazione costituisce un pre-requisito ineliminabile, per attivare sia la dematerializzazione impropria o debole, che la dematerializzazione forte. [64]

Con una dose di eccessiva semplificazione, la standardizzazione scolorisce la quota personalistica della s.r.l..

Ma della specifica s.r.l. che inserisce quale clausola astratta nell'atto costitutivo la possibilità di emettere determinate categorie di quote.

La s.r.l. procede su di un doppio binario:

- S.r.l. ordinaria e derivazioni strutturali, mantenendo la quota come derivazione ontologica personalistica dei diritti del socio e quindi bene mobile registrato;
- S.r.l. -PMI con dematerializzazione forte: la standardizzazione importa una recisione a livello personalistico tra contenuto economico del diritto incorporato nella quota e titolarità soggettiva del socio, che non gestisce più una posizione contrattuale, bensì una posizione economica suscettiva di attivare forme antagoniste di investimento, a seconda della tipologia di quota. [65]

Infatti la dematerializzazione presuppone, per sua stessa natura, che ne siano oggetto quote di S.r.l.-Pmi "aventi eguale valore e conferenti eguali diritti" e quindi quote "standardizzate". La standardizzazione campeggia sull'operazione come strumento, mentre le S.r.l.-Pmi, come è diritto comune per tutte le S.r.l., di regola emettono quote "non standardizzate", il cui valore e

il cui numero non sono predeterminati dallo statuto, ma dipendono dal numero dei soci che partecipano al capitale sociale (e, inoltre, possono essere individualizzate mediante l'attribuzione di "particolari diritti" a chi ne sia titolare). Quindi a parziale conclusione di questo excursus: [66]

- la dematerializzazione non appare possibile, qualora il capitale della S.r.l. non sia suddiviso in quote che non abbiano eguale valore, non siano indivisibili e non conferiscano diritti uniformi ai soggetti che le sottoscrivano. [67]

6. Conclusioni

Possiamo a questo punto tracciare alcuni assunti di massima.

Atteso l'avvento della legge Capitali, le conclusioni di questo studio non possono definirsi complete.

I profili de iure condendo non sono esauriti.

Non ci sono documenti di prassi, specie di merito, che consentirebbero di scrutinare come le Corti territoriali stiano recependo la nuova casistica in tema di s.r.l. con dematerializzazione forte. Nelle prime pronunce che giungeranno sarà gioco forza, al di là del caso concreto, effettuare un censimento di ordine sistematico sui profili dogmatici interessati.

Proviamo noi ora a selezionare alcuni punti fermi.

-La legge Capitali, a prescindere dalle opzioni di politica legislativa, che ne hanno determinato l'introduzione, riveste un impatto sistematico meno rivoluzionario di quanto di potrebbe pensare di primo acchito.

Allo stato degli atti, è troppo presto per valutare una scelta del legislatore ad imprimere alla società a responsabilità limitata una vocazione irreversibile verso una società para-azionaria, determinando una situazione analoga a quella del Lussemburgo in cui coesiste la società per azioni con una società a responsabilità limitata, che può pure essere costituita da partecipazioni azionarie (SA e Saarl).

-L' introduzione della dematerializzazione c.d. forte, attraverso l'immissione delle quote in una gestione e accentrata, più che su di un profilo circolatorio funzionale, impone una trasformazione dell'angolatura prospettica con cui viene vista e inquadrata la società a responsabilità limitata.

In altre parole, abbiamo quote ordinarie, quote oggetto di dematerializzazione indiretta per le

S.R.L.-PMI già collaudate nella riforma del 2017, che sono dotate dei requisiti di standardizzazione e risultano frazionate e di uguale valore. Quindi quote uguali di valore uguale e diversità di quote. L'attenzione deve essere posta sulla quota, che è il bene giuridico di riferimento per la definizione del rapporto sociale. In base alla tipologia di quote, rectius delle categorie di quote presenti abbiamo di conseguenza il tipo sociale s.r.l. di riferimento.

-La presenza di una quota dematerializzata secondo la dematerializzazione forte determina una costruzione di una S.R.L.-PMI con determinate caratteristiche. Finisce pertanto l'unitarietà della quota e l'unitarietà della s.r.l.

Con la dematerializzazione forte della Legge Capitali, il trasferimento avviene sulla base della scritturazione in gestione accentrata. Il libro soci non recupera la funzione di strumento di trasferimento della quota, ma svolge solo una funzione altamente notiziale, che fotografa la situazione della compagine societaria, allo stato degli atti. Eventualmente trattandosi di trasferimenti telematici, la funzione notiziale può corroborare eventuali deficit a livello scritturale, ma non recupera la primitiva funzione dello strumento sociale (la c.d. iscrizione a libro soci).

PARTE III

LA CIRCOLAZIONE DELLE QUOTE DI S.R.L. E IL RELATIVO REGIME DEI VINCOLI.

La s. r.l. rappresenta il Tipo sociale più oggetto di intervento da parte del Legislatore e con l'avvento della legge Capitali si induce un nuovo cambio di marcia, che apre inediti spiragli anche sul profilo de iure condendo. Finisce pertanto l'unitarietà della quota e l'unitarietà della srl.. Si cerca ora di approfondire il concetto di c.d. dematerializzazione. Il trasferimento di quota avviene sulla base della scritturazione in gestione accentrata. Il libro soci non recupera la funzione di strumento di trasferimento della quota, ma svolge solo una funzione pregnatamente notiziale, che fotografa la situazione della compagine societaria allo stato degli atti. La determinazione della natura giuridica della partecipazione in srl è però rilevante ad altri fini specie dopo il cambio di marcia impresso dalla Legge Capitali. Nella srl tradizionale l'iscrizione nel registro delle imprese surroga la soppressione del libro soci. L'ulteriore requisito della buona fede, scolorito in sede di gestione accentrata, non può essere disatteso nel modello di srl ordinaria. Si approfondisce il tema della c.d. necessaria reificazione della quota tra pegno non possessorio, introdotto con il D.L. 3 maggio 2016, n. 59, convertito con modificazioni, dalla L. 39 giugno 2016, n. 119 (di seguito "D.L. 59/2016") e quote di società a responsabilità limitata, che non ha mai avuto un sostanziale applicazione pratica fino alla recente istituzione del registro informatizzato dei pegni mobiliari non possessori, con il D.M. 25 maggio 2021, n. 114 (di seguito "D.M. 114/2021) e alla successiva approvazione delle specifiche tecniche dell'Agenzia delle Entrate per la registrazione, con Provvedimento del 12 gennaio 2023. Infatti Il D.M. sopra richiamato prevede espressamente che nella domanda di iscrizione al registro suddetto siano indicati "la natura, la quantità e gli estremi identificativi delle azioni ovvero delle partecipazioni gravate". L'art. 1 D.L. 59/2016, invece, esclude i beni mobili registrati dall'oggetto del pegno non possessorio. Queste norme appaiono incoerenti tra loro, qualora si ritenga che le quote di s.r.l. abbiano natura di bene mobile registrato, al punto da dubitare che possano essere oggetto di pegno non possessorio

- 1. La circolazione delle quote in dematerializzazione forte. il regime c.d. scritturale. Compatibilità'. Il sistema dei vincoli nelle alienazioni. La "qualità della quota e il suo regime.**
- 2. Pegno e usufrutto di quota I.n.7 – (pegno o usufrutto su una quota di partecipazione di**

categoria – 1° pubbl. 9/18 – motivato 9/19

3. Il pegno non possessorio e la dialettica in tema di trasferimento .

1.1 La circolazione delle quote in dematerializzazione forte. il regime c.d. scritturale. compatibilità. Il sistema dei vincoli nelle alienazioni. La "qualità" della quota e il suo regime Nella sistematica degli statuti delle srl è possibile rinvenire clausole di prelazione "proprie", nelle quali il prezzo di cessione non è sottratto alla libera determinazione dell'alienante; clausole di prelazione "improprie", nelle quali la determinazione del prezzo è sottratta alla libera determinazione dell'alienante, ma è rinviata ad un terzo soggetto (arbitratore).

Le clausole di co-vendita pur oggetto di frequente ricorso, si distinguono, in base agli interessi tutelati e alla posizione assunta dai soci coinvolti, in:

*clausole di tag along

*clausole di drag along

*clausole di bring along

Con eventuale applicazione di "premio di maggioranza".

La politica legislativa che ha accompagnato l'introduzione di suddette clausole, nel panorama italiano, comporta, già nell'applicazione alla società a responsabilità limitata, un certo grado di snaturamento della base personalistica.

La ratio di queste clausole può essere genericamente individuata in un doppio perimetro - operativo convergente così riassumibile:

A) *Tutela dell'investimento del gruppo di maggioranza all'interno della srl. o del socio di maggioranza*

B) *Tutela degli interessi patrimoniali e protezione degli investimenti dei soci di minoranza.*

1.2 *In una società a base personalistica, si introduce un coefficiente economico discrezionale, che seleziona le scelte in base non allo scopo sociale, ma alla quota quale strumento di investimento come se fosse uno strumento finanziario.*

Peraltro, mentre con la clausola *tag along* il socio di minoranza conserva un margine di discrezionalità, potendo rifiutare l'offerta irrevocabile di acquisto proveniente dal terzo, con la clausola *drag along* tale margine diminuisce, in quanto, se le condizioni di vendita sono quelle previste per il socio di maggioranza, il socio di minoranza non può opporsi al fatto che la propria partecipazione sia conglobata in tutto o in parte nella proposta di vendita al terzo acquirente.

In altri termini, se le condizioni economiche sono rispettate, la posizione del socio di minoranza muta di fatto in un "obbligo al trascinarsi", non essendovi quello *spatium deliberandi* presente invece nella clausola *tag along*. *Ma già l'introduzione del bilanciamento è uno snaturamento della srl 2003 , perché le opzioni sono indotte dagli altri.*

E' chiaro che il perimetro di elezione nel caso di srl è di una società con grandi dimensioni. Tuttavia anche la standardizzazione delle quote e la loro dematerializzazione non risulta incompatibile con un sistema di questo tipo. La dematerializzazione forte imprime un propulsore ad una operazione di questo tipo. Specie con le clausole *drag along* vengono solitamente richieste dalle banche d'affari, dai fondi di investimento o, più in generale, da un

c.d. **partner finanziario**. Tali soggetti, infatti, sono accomunati dall'obiettivo di intendere la partecipazione societaria come forma di **investimento finanziario** a breve o medio termine; l'acquisto e la detenzione di una partecipazione sono finalizzati all'ottenimento di una remunerazione del capitale investito, eventualmente raccolto presso terzi (investitori privati), realizzata a seguito della successiva rivendita della partecipazione stessa (clausole infatti spesso inserite nelle operazioni c.d. di *venture capital*, in cui il venture capitalist ha l'interesse di ottenere modalità di uscita dalla compagine societaria trasparenti e vantaggiose, mirate alla massimizzazione dell'investimento finanziario fatto a medio termine.

Secondo la giurisprudenza prevalente, la clausola *drag along* è legittima solo a certe condizioni,

idonee ad evitare il rischio che il socio di minoranza possa essere estromesso coattivamente da parte del socio di maggioranza"). (1).

1.3. Le clausole di, *bring along* (trascinamento automatico) prevedono un trascinamento automatico del socio di minoranza nelle negoziazioni fra socio maggioritario e terzo potenziale acquirente; esse si distinguono dalle clausole di *drag along* in quanto la decisione sul trascinamento è rimessa non al cedente originario, bensì al terzo possibile acquirente.

La clausola di *bring along* tutela quindi in modo particolare l'interesse *del terzo potenziale acquirente*, il quale non dovrà in tal modo fare affidamento sulla decisione del socio di maggioranza di esercitare il diritto di trascinamento.

La clausola *bring along* costituisce sostanzialmente una variante della clausola *drag along*; essa disciplina, infatti, il diritto "di trascinare" nella negoziazione, avente ad oggetto la partecipazione di maggioranza al capitale sociale, anche le partecipazioni di altri soci. Il beneficiario diretto di una clausola *bring along* è il socio di maggioranza, che in caso di cessione delle proprie partecipazioni ha il diritto di obbligare anche il socio di minoranza (o più soci, costituenti la minoranza assembleare) a cedere il proprio. Qualora l'investimento e la strategia industriale richieda l'intervento di un partner qualificato un **partner industriale** interessato all'acquisto di partecipazioni rilevanti, costituenti un investimento stabile nel tempo e finalizzato alla gestione della società, con modifiche strutturali della *governance*. *Per questo devono essere predisposti meccanismi idonei e sufficienti per disattivare la partecipazione di minoranza che può essere fonte di veti e conseguenti problemi ratione subiecti, perche' espressione di una componente tecnico manageriale strettamente connessa allo svolgimento dell'attività sociale.*

1.4. La legittimità della clausola è assicurata a pena la nullità della clausola *stessa l' "equa valorizzazione" della partecipazione*, trattandosi di una clausola, al pari della *drag along*, da cui deriva lo stesso obbligo di cessione, senza possibilità di scelta, da parte dei soci di minoranza.

A conclusione di questo sintetico excursus circa l'imposizione di vincoli sulla circolazione delle azioni possiamo propendere per un pieno giudizio di compatibilità della prassi internazionale rispetto all'ordinamento interno deve essere ammesso con gli opportuni adattamenti derivanti dal rispetto della tipicità che esiste in ambito societario. Da questo punto di vista la Legge Capitali sia sul piano dogmatico che strettamente giuridico, risulta pienamente funzionale ad un discorso di questo tipo. Anzi da questo punto di vista gli accordi di covendita risultano legittimati da una introduzione sistematica della standardizzazione della quota. Unendo quindi la normativa Capitali e la normativa in tema di accordi di covendita viene enfatizzato un concetto quota investimento ben diverso dalla base personalistica enfatizzata nel 2003. i, come quelli descritti all'interno del presente elaborato. Un investimento deve poter essere oggetto di dismissione rapida.

Con obbligo di tutela del socio di minoranza, derivante proprio dal sostrato di base personalistica della srl. 2003.

Gli interventi normativi non hanno rivestito un contenuto eversivo intenzionale sul tipo S.R.L.

L'oggetto dell'intervento non si è riversato sul tipo il tipo, ma sulla la modalità di circolazione della quota e indirettamente la substantia della quota medesima.

Politiche di investimento come gli accordi di covendita, accompagnate da antagoniste pratiche di disinvestimento, puntano sul pieno valore economico della quota e sulla sua volatilità, ben compatibile con un sistema di alienazione /dismissione attraverso un sistema di gestione accentrata. In questo si assume un giudizio di piena compatibilità della Legge Capitali sulle clausole in oggetto.

Anzi il sistema accentrato costituisce un volano di espansione di un meccanismo di interscambio di tipo speculativo.

2.1. Pegno e usufrutto di quota I.n.7 – (pegno o usufrutto su una quota di partecipazione di categoria – 1° pubbl. 9/18 – motivato 9/19 SI tenga presente (2), che il presente orientamento,

infra meglio riportato, aveva avuto la funzione di uniformare il concetto di unicità di quota con quello della frazionabilità e della sua standardizzazione.

Infatti nel momento in cui si introduce la frazionabilità della singola quota, nella disciplina originaria della srl intendono coprire diversi significanti:

- 1) Ad un unico socio possono appartenere più quote corrispondenti nell'insieme ad una frazione del capitale sociale al medesimo socio riferibile composta da tante quote
- 2) Queste quote possono essere omogenee o appartenere a categorie diverse.
- 3) La standardizzazione presuppone il frazionamento a monte e la creazione di categorie di ugual valore;
- 4) Su queste categorie possono essere presenti dei vincoli quali pegno ed usufrutto con i seguenti distinguo
- 5) *In presenza di quote di categoria. la partecipazione complessiva di un socio qualora fosse ritenuta unitaria ancorché composta da quote di categorie diverse, si dovrebbe ritenere che ogni singola categoria ad esso appartenente integrerebbe una porzione della sua partecipazione complessiva e non un bene autonomo.*

Per questo motivo la costituzione di diritti reali parziali (quali l'usufrutto o il pegno) sulle intere quote di una categoria appartenenti al medesimo socio potrebbe creare una situazione di comunione di diritti (ad esempio il voto) tra il socio e il titolare del diritto reale parziale, con la conseguenza che detti diritti sarebbero esercitabili solo attraverso un rappresentante comune. Questo ovviamente ove si rispettasse la deroga stabilita nella medesima massima Triveneto che assegnerebbe alla Convenzione di costituzione del diritto reale parziale la disciplina dei diritti derivanti in modo disgiunto.

Anche il recesso parziale di quota aveva aperto uno spiraglio nel dogma dell'unitarietà e dogmaticità della quota del singolo socio.

Quindi già alla luce della c.d. dematerializzazione debole o indiretta, che presupponeva un programma di standardizzazione delle quote, l'orientamento I.N.6, aveva in predicato che:

** nelle s.r.l.-PMI qualora un socio sia titolare di quote di diverse categorie, le stesse non costituiscono un'unica partecipazione, ma tante partecipazioni unitarie quante sono le diverse categorie possedute;*

**partecipazioni unitarie che in caso di successive cessioni o acquisti non si modificano nel loro numero ma solo nella loro percentuale.*

** Quindi la costituzione di un diritto reale parziale sulle intere quote di una categoria appartenenti ad un unico socio non produce mai uno stato di contitolarità di diritti. D'altro canto, qualora il diritto reale parziale fosse costituito solo su una parte di una maggior quota di categoria appartenente al medesimo socio, la stessa potrebbe essere costituita sia in forma divisa che in forma indivisa, in base a quanto dedotto dalle parti nella convenzione costitutiva del diritto.*

3.6. A tutta prima, questo porterebbe a pensare che con la dematerializzazione forte si verifica solo un upgrade in percentuale più quantitativo che qualitativo, rispetto al regime previgente. La gestione accentrata prescinde in punto di efficacia dal libro soci, che svolge solo una funzione certificativa ex post, pari a quella di una istantanea sulla compagine societaria attuale (disinteressandosi quindi di concorrere alla formazione/trasferimento del diritto ed avendo solo una funzione notiziale, al pari del deposito a registro Imprese, che perde l'efficacia costitutiva, demandata integralmente al c.d. sistema scritturale).

Una struttura pubblicitaria di questo tipo si traduce in un nulla osta all'imposizione di vincoli anche alle quote oggetto di questo procedimento, nella medesima modalità prevista per gli strumenti finanziari.

3.7. La differente consistenza patrimoniale della società target e l'applicabilità dei rimedi di cui agli artt. 1490 e ss. e 1497 cod. civ. La quota dematerializzata.

Oggetto di un annoso dibattito è stato il tema dell'applicabilità dei rimedi di cui agli artt. 1490 e ss. e 1497 cod. civ. anche alla cessione di partecipazioni sociali, nell'ipotesi in cui il patrimonio

effettivo della società si riveli inferiore rispetto a quello cui i paciscenti hanno fatto riferimento al momento della conclusione del contratto.

La quaestio iuris, dunque, attiene alla rilevanza delle caratteristiche dei beni sociali e della situazione patrimoniale e finanziaria della società target e, in particolare, alla necessità che il venditore fornisca specifiche garanzie al riguardo.

Secondo l'orientamento tradizionale della giurisprudenza di legittimità, il contratto di cessione di partecipazioni ha come oggetto immediato la partecipazione sociale e solo quale oggetto mediato la quota parte del patrimonio sociale che la partecipazione rappresenta.

Conseguentemente, le carenze o i vizi relativi alla consistenza patrimoniale della società potrebbero giustificare (in alternativa all'annullamento del contratto per errore) la risoluzione per difetto di "qualità" della res venduta solo in presenza di una specifica garanzia assunta dal cedente (cfr. ex plurimis, Cass. 19 luglio 2007, n. 16031, in *Obbl. e Contr.*, 2007, 11, p. 869, con nota di D. Rubino, e precisamente la quale - con riguardo all'errore - osserva che «[...] non può dubitarsi che una cosa è la vendita di azioni, un'altra la vendita di beni della società - contratti del tutto autonomi e distinti -, posto che diverso è il bene oggetto della compravendita. In questa ottica, emerge, in maniera netta, la differenza tra vendita dell'azione - cui consegue l'acquisto dello status di socio ed anche la misura della partecipazione del nuovo socio nella s.p.a. - e la vendita dell'intero patrimonio o di singoli beni della società. Infatti, solo in quest'ultimo caso, oggetto della vendita sono i beni della società; e, quindi, non possono non trovare applicazione le garanzie dovute dal venditore, con riferimento al patrimonio sociale. Nella vendita di azioni, la disciplina giuridica, invece, si ferma all'oggetto immediato e, cioè all'azione oggetto del contratto, mentre non si estende alla consistenza od al valore dei beni costituenti il patrimonio, a meno che l'acquirente, per conseguire tale risultato, non abbia fatto ricorso ad un'espressa clausola di garanzia, frutto dell'autonomia contrattuale, che consente alle parti di rafforzare, diminuire, od escludere convenzionalmente la garanzia, in modo da ricollegare esplicitamente il valore dell'azione al valore dichiarato del patrimonio sociale».)

3.8. In tale prospettiva, il rimedio posto dall'art. 1497 cod. civ. dovrebbe essere applicato tenendo presente che l'oggetto della compravendita della partecipazione sociale è esclusivamente quest'ultima, sicché i vizi di cui agli artt. 1490 e ss. cod. civ. e il difetto di qualità di cui all'art. 1497 cod. civ. - relativamente alla compravendita di partecipazioni sociali la partecipazione sociale sia idonea ad attribuire, essendo invece del tutto irrilevante il suo valore economico, non attinente all'oggetto del contratto, ma alla sfera delle valutazioni motivazionali delle parti.

3.9. Secondo l'orientamento di segno opposto, invece, le quote delle società di capitali costituirebbero beni "di secondo grado", in quanto, lungi dall'essere totalmente distinti e separati da quelli ricompresi nel patrimonio sociale, sono rappresentative delle posizioni giuridiche che competono ai singoli soci, in ordine alla gestione e alla utilizzazione di tali beni, funzionalmente destinati all'esercizio dell'attività sociale.

Conseguentemente, i beni ricompresi nel patrimonio della società non potrebbero essere considerati estranei all'oggetto del contratto di cessione delle quote o delle azioni di una società di capitali, non solo nell'ipotesi in cui le parti abbiano fatto ad essi esplicito riferimento, mediante la previsione di specifiche garanzie contrattuali, ma anche quando l'affidamento del cessionario, circa la ricorrenza di tali requisiti, debba ritenersi giustificato alla stregua del principio di buona fede (Cfr. Cass. 9 settembre 2004, n. 18181, in *One Legale*, per l'osservazione per cui: «le società, ancorché personificate, costituiscono centri di imputazione meramente transitori e strumentali, in quanto le situazioni giuridiche che ad esse sono imputate sono destinate a tradursi (e questa volta definitivamente) in situazioni giuridiche corrispondenti facenti capo ai singoli soci, i quali finiscono, quindi, per esserne titolari effettivi, sia pure in una maniera "specificata", che vale a distinguerle dalle altre che ad essi competono come individui». In senso conforme, cfr. Cass. 20 febbraio 2004, n. 3370, in *Giur. Comm.*, 2005, II, p. 130; Cass. 21 giugno 1996, n. 5773, in *Corriere Giur.*, 1997, 3, p. 352 e, nella giurisprudenza di merito, Trib. Roma, 12 ottobre 2017, n. 19222, in

One Legale.)

3.10. Un leading case è rappresentato dall'ordinanza della Corte di legittimità del 12 settembre 2019, n. 22790 (Cass. ord. 12 settembre 2019, n. 22790, in *Contratti*, 2020, 2, 160, nota di A. RESCHIGNA, ove si legge: «*i beni compresi nel patrimonio della società non possono essere considerati del tutto estranei all'oggetto del contratto di cessione delle azioni o delle quote di una società di capitali, sia se le parti abbiano fatto espresso riferimento agli stessi, mediante la previsione di specifiche garanzie contrattuali, sia se l'affidamento del cessionario debba ritenersi giustificato alla stregua del principio di buona fede; conseguentemente la differenza tra l'effettiva consistenza quantitativa del patrimonio sociale rispetto a quella indicata nel contratto, incidendo sulla solidità economica e sulla produttività della società, quindi sul valore delle azioni o delle quote, può integrare la mancanza delle qualità essenziali della cosa, che rende ammissibile la risoluzione del contratto ex art. 1497 cod. civ., ovvero, qualora i beni siano assolutamente privi della capacità funzionale a soddisfare i bisogni dell'acquirente, quindi "radicalmente diversi" da quelli pattuiti, l'esperimento di un'ordinaria azione di risoluzione ex art. 1453 cod. civ., svincolata dai termini di decadenza e prescrizione previsti dall'art. 1495 cod. civ.*»). *Idem*, nella giurisprudenza di merito, Trib. Firenze 18 ottobre 2023, n. 2979, in *One Legale.*), che ha nuovamente affermato la tesi delle partecipazioni quali beni "di secondo grado", che pareva superata.

Sulla base delle già richiamate premesse, la Corte ha osservato che la consistenza quantitativa del patrimonio sociale incide sulla solidità economica e sulla produttività della società e, in ultima istanza, sul valore delle azioni e delle quote.

La differenza tra l'effettiva consistenza quantitativa del patrimonio sociale e quella indicata nel contratto, pertanto, potrebbe integrare la «mancanza di qualità promesse ovvero quelle essenziali della cosa», che renderebbe ammissibile la risoluzione del contratto ex art. 1497 cod. civ., anche in assenza di un'esplicita garanzia assunta dal venditore.

Nei successivi pronunciamenti, tuttavia, la Corte di legittimità si è discostata da tali principi, riaffermando l'orientamento tradizionale cfr. Cass. 21 gennaio 2020, n. 1164 (che ha affermato che «le carenze o i vizi relativi alle caratteristiche e al valore dei beni ricompresi nel patrimonio sociale - e, di riverbero, alla consistenza economica della partecipazione - possono giustificare l'annullamento del contratto per errore o, sensi dell'art. 1497 c.c., la risoluzione per difetto di "qualità" della cosa venduta solo se il cedente abbia fornito, a tale riguardo, specifiche garanzie contrattuali.

La distinzione, sul piano giuridico, tra le partecipazioni oggetto del contratto di cessione e il patrimonio sociale, difatti, non consente di superare l'irrilevanza della difformità del patrimonio sociale o di vizi di singoli beni in esso ricompresi sulla base di una ricostruzione e interpretazione della effettiva volontà delle parti in relazione al bene che esse effettivamente hanno voluto trasferire.

In altri termini, il "valore" della partecipazione o la consistenza patrimoniale della società target non potrebbero integrare la nozione di "qualità" ai sensi dell'art. 1497 cod. civ., il cui difetto deve attenersi in ogni caso «alla struttura materiale, alla funzionalità o anche alla mancanza di attributi giuridici della cosa venduta»]: ciò sempre alla stregua della considerazione per cui i diritti ricompresi nello status socii hanno ad oggetto l'esercizio in comune dell'impresa sociale, sul quale non si riflettono i vizi e le difformità dei beni e del patrimonio sociale.

3.11. L'ORIGINARIO STATO SOGGETTIVO RILEVANTE DI BUONA FEDE

A seconda del tipo di quota noi avremo una srl diversa, ordinaria, con dematerializzazione forte, con dematerializzazione indiretta a prescindere dall'applicazione sinergica che possa essere attivata con l'impiego della convenzioni di COVENDITA.

Come avevamo già avuto modo di vedere infatti le convenzioni di COVENDITA altro non sono,

nelle loro diverse declinazioni, che uno strumento di potenziamento dell'investimento all'interno della società.

Esse già per se stesse comportano quindi una decisa attenuazione del piano personalistico della società. Se combinate con la dematerializzazione forte sono a tutti gli effetti un pieno apparato para-azionario.

La pronuncia in commento consente all'A. di formulare una serie di considerazioni degne di nota. Nel momento in cui sovviene la pronuncia siamo in una fase antecedente alla legge Capitali, che seppure settorialmente ha scardinato il sistema, innovando la fenomenologia di questo tipo sociale. Secondo l'A. va escluso che la quota di s.r.l. possa essere identificata quale bene mobile registrato poiché nel caso di pubblicità nel Registro delle Imprese di una cessione di quota di s.r.l., ai fini dell'opponibilità del trasferimento, non è sufficiente l'iscrizione, ma serve anche il requisito della buona fede.

L'osservazione non è in conferente, dal momento che a disciplina codicistica invariata e in assenza di introduzione di trasferimenti cartolari, anche per il trasferimento quota rientra il meccanismo dell'art.1153 cod.civ. almeno come argumentum a contrariis, per fondare un trasferimento di quota in assenza di libro soci.

Il requisito della buona fede di fatto viene in conto in caso di doppia alienazione, atteso che la venuta meno dell'originario libro soci e della sua funzione primitiva, di inscriptio costitutiva, assumeva un coefficiente rilevante per dirimere eventuali conflitti di titolarità di quota.

4.IL PEGNO NON POSSESSORIO E LA DIALETTICA IN TEMA DI TRASFERIMENTO

4.1.LA NON (NECESSARIA) REIFICAZIONE DELLA QUOTA Il pegno non possessorio, (4), introdotto con il D.L. 3 maggio 2016, n. 59, convertito con modificazioni, dalla L. 30 giugno 2016, n. 119 (di seguito "D.L. 59/2016") su quote di società a responsabilità limitata, che non ha mai avuto una sostanziale applicazione pratica fino alla recente istituzione del registro informatizzato dei pegni mobiliari non possessori, con il D.M. 25 maggio 2021, n. 114 (di seguito "D.M. 114/2021") e alla successiva approvazione delle specifiche tecniche dell'Agenzia delle Entrate per la registrazione, con Provvedimento del 12 gennaio 2023. Il D.M. sopra richiamato prevede espressamente che nella domanda di iscrizione al registro suddetto siano indicati "la natura, la quantità e gli estremi identificativi delle azioni ovvero delle partecipazioni gravate". L'art. 1 D.L. 59/2016, invece, esclude i beni mobili registrati dall'oggetto del pegno non possessorio. Queste norme appaiono incoerenti tra loro, qualora si ritenga che le quote di

s.r.l. abbiano natura di bene mobile registrato, al punto da dubitare che possano essere oggetto di pegno non possessorio. (5).

Con l'effettiva entrata in funzione del registro dei pegni non possessori assume un rilievo dirimente il coordinamento di queste norme

In particolare è chiamato interrogarsi sulla portata delle suddette norme, per comprendere in che termini sia ammissibile tale forma di pegno su quote di s.r.l. e quali norme del pegno ordinario siano applicabili alla fattispecie, soprattutto in tema di pubblicità nel Registro delle imprese.

4.2.LA DISCIPLINA GENERALE Il pegno non possessorio trova la propria disciplina nell'art. 1 D.L. 59/2016. Da un punto di vista soggettivo

* puo' essere costituito da imprenditori iscritti nel registro delle imprese a garanzia di crediti inerenti * oggetto del pegno non possessorio non possono essere beni mobili e crediti destinati all'esercizio dell'impresa, anche immateriali, purché non si tratti di beni mobili registrati. Vi rientrano dunque tutte le entità attive patrimoniali aziendali, che abbiano le suddette caratteristiche. Il pegno non possessorio è stato introdotto come strumento a disposizione per gli imprenditori in modo da permettere il mantenimento del possesso di quanto oggetto di gravame. Difetta infatti lo spossessamento proprio del sistema codicistico. La finalità si compendia nel consentire la

prosecuzione dell'attività di impresa. Quindi si tratta di una misura promozionale e tutorial nei confronti dell'imprenditore. Per questo però non viene meno la natura giuridica di diritto reale di garanzia. Il comma 10 *bis* del medesimo art. 1 D.L. 59/2016 stabilisce che per quanto non previsto dal citato articolo, si applicano, se compatibili, le norme sul pegno codicistico (libro sesto, titolo III, capo III del codice civile)

*il pegno non possessorio si coordina con il differenziale rappresentato dalla c.d. rotatività automatica. "Questo principio implica che il debitore possa trasformare o alienare i beni sui quali grava la garanzia. In tale evenienza il pegno automaticamente si trasferisce su quanto trasformato o sul corrispettivo della cessione del bene gravato, senza che ciò consista nella costituzione di una nuova garanzia. (6).

*La circolazione del bene gravato da pegno non possessorio si traduce in una circolazione del bene trasferito libero dal gravame che si trasferisce sul corrispettivo, che è oggetto di surrogazione reale. La novità risiede nel fatto che il principio di rotatività automatica diventa la disciplina legale.

Quanto alla forma dell'atto costitutivo del pegno non possessorio la legge richiede, a pena di nullità, la forma scritta con indicazione del creditore, del debitore e dell'eventuale terzo concedente pegno, la descrizione del bene dato in garanzia, del credito garantito e dell'importo massimo garantito.

Le indicazioni per effettuare la convention pignoris derivano proprio dal D.M. 114/2021 che stabilisce che:

- la forma pubblica, di scrittura privata autenticata o accertata giudizialmente,
- la forma non autentica del "contratto sottoscritto digitalmente".

l'efficacia verso terzi sia subordinata solo con l'iscrizione nel registro informatizzato dei pegni non possessori tenuto presso l'Agenzia delle Entrate consentendo così l'opponibilità del pegno nel modello della pubblicità dichiarativa. (e non costitutiva)

- in caso di escussione sono previste forme di escussione semplificate rispetto al pegno ordinario, che prevedono una sorta di autotutela rafforzata.

3.12. IL PEGNO DI QUOTA DI SRL . Allo stato degli atti campeggiano due orientamenti antagonisti.

A) negazionista

Tale tesi sarebbe (M. Campobasso, 703 ss. e A. Chianale, (nt. 1), 951 ss.) corroborata dalla natura di quota di s.r.l. quale bene mobile registrato. La sua inclusione nel pegno non possessorio sarebbe, quindi, vietata dall'art. 1 c. 2 D.L. 59/2016, che esclude dall'oggetto del pegno non possessori i beni mobili registrati. Peraltro, in tale ottica la *ratio* di tale divieto risiede nella necessità di preservare il sistema di pubblicità relativo a tale categoria di beni, dato che quest'ultimo entrerebbe in conflitto con la pubblicità del pegno non possessorio nel registro informatizzato tenuto presso l'Agenzia delle Entrate.

B) possibilista sulla base di una natura della quota di srl bene mobile non registrato.

il quale, tuttavia, dopo aver esposto le due opposte tesi, sopra riportate, si concentra sulla compatibilità dell'esecuzione semplificata del pegno non possessorio con il sistema pubblicitario della s.r.l. (7).

La quota di s.r.l. non sarebbe un bene mobile registrato e pertanto rientrerebbe nell'oggetto del pegno non possessorio ai sensi dell'art. 1 c. 2 D.L. 59/2016, senza che si verifichi alcun contrasto con il tenore letterale della norma.

3.13. Allo stato degli atti sarebbe preferibile aderire alla ricostruzione secondo cui la quota di sia un bene mobile non registrato .per alcuni tratti sarebbe possibili una assimilazione empirica con il bene mobile registrato ma l'abolizione del libro soci e la natura pubblicitaria ex art. 2740 c.c. lascia maggiormente propendere per la tesi del bene mobile non registrato.

In base alla normativa di settore, l'art. 1 DL 59/2016 precisa che oggetto del pegno non possessorio

possano essere solo beni aziendali non si può negare una patente evidenza dei beni di impresa anche nelle quote di srl, specie se assurgono a strumenti di investimento. Ci si può quindi chiedere se le quote di s.r.l. possano essere considerate beni di impresa.

Quindi sono ricomprese le partecipazioni che siano effettivamente parte dell'azienda e, quindi, inserite nell'inventario e facenti parte dell'attivo.

3.5 IL REGIME PUBBLICITARIO

La seconda tematica che l'interprete deve porsi è se sia necessaria la pubblicità nel Registro Imprese, oltre che nel registro informatizzato tenuto presso l'Agenzia delle Entrate

La soluzione più calzante è quella del regime della doppia pubblicità sul sistema del c.d. doppio binario:

1-la pubblicità nel Registro Imprese, che consente l'individuazione della compagine societaria /assetto srl e dichiara altresì la presenza o meno di eventuali vincoli sulle quote.

2-il pegno non possessorio su quota di s.r.l. deve essere costituito con atto pubblico o scrittura privata autenticata, con obbligo per il notaio del deposito nel Registro delle Imprese ai sensi dell'art. 2470 c.c.. vi è altresì un secondo grado di pubblicità che produce effetti ulteriori quali in particolare la rotatività automatica e l'esecuzione semplificata in forza di un'ulteriore iscrizione nel registro informatizzato.

3-Di conseguenza un pegno non possessorio su quota di s.r.l. non iscritto nel Registro Imprese, ma solo nel registro informatizzato tenuto presso l'Agenzia delle Entrate, non risulta opponibile a terzi che acquistino diritti sulla quota oggetto di gravame. Secondo l'A in commento (8), il problema sarebbe marginale, visto il regime legale di rotatività automatica, ed eventualmente limitato a quei casi in cui le parti abbiano derogato a tale principio.

Allo stato degli atti pertanto in ordine alla natura giuridica della quota di s.r.l., può ritenersi che questa sia oggetto di pegno non possessorio qualora non sia intesa come bene mobile registrato. Le condizioni da assolvere sono :

-che il pegno sia iscritto, non solo nel registro informatizzato, ma anche nel Registro delle Imprese, che rappresenta l'unico registro pubblico in grado di fornire indicazioni utili circa l'assetto proprietario ed eventuali gravami nella società a responsabilità limitata.

Per quanto attiene, invece, al pegno ordinario su quota di s.r.l. la dottrina e la giurisprudenza prevalenti sono orientate a ritenere necessaria la forma pubblica (o di scrittura privata autenticata) con annessa iscrizione nel Registro Imprese, con applicazione di quanto previsto dall'art. 2470 c.c. in tema di trasferimento di quota. Sul punto bisogna notare che la *manca* di una norma, infatti, non può autorizzare l'interprete prescindere dai principi generali in tema di pubblicità, divenuta essenziale ai fini dell'individuazione dei soci e di eventuali vincoli sulle quote, a maggior ragione dopo l'abolizione del libro soci. (8).

CONCLUSIONI

Atteso l'avvento della legge Capitali le conclusioni di questo studio non possono definirsi complete.

I profili de iure condendo non sono esauriti.

Non ci sono documenti di prassi specie di merito che consentirebbero di scrutinare come le Corti territoriali stiano recependo la nuova casistica in tema di srl con dematerializzazione forte. Nelle prime pronunce che giungeranno sarà gioco forza al di là del caso concreto effettuare un censimento di ordine sistematico sui profili dogmatici interessati.

Proviamo noi ora a selezionare alcuni punti fermi

A)

La legge Capitali a prescindere dalle opzioni di politica legislativa che ne hanno determinato l'introduzione riveste un impatto sistematico meno rivoluzionario di quanto di potrebbe pensare di primo acchito.

Allo stato degli atti è troppo presto per valutare una scelta del legislatore ad imprimere alla società a responsabilità limitata una vocazione irreversibile verso una società para azionaria, determinando una situazione analogo a quella del Lussemburgo in cui coesiste la società per azioni con una società a responsabilità limitata che può pure essere costituita da partecipazioni azionarie (SA e Saarl).

B)

L'introduzione della dematerializzazione c.d. forte, attraverso l'immissione delle quote in una gestione e accentrata, più che su di un profilo circolatorio funzionale impone una trasformazione dell'angolatura prospettica con cui viene vista e inquadrata la società a responsabilità limitata.

In altre parole, abbiamo quote ordinarie, quote oggetto di dematerializzazione indiretta per le SRL-PMI già collaudate nella riforma del 2017, che sono dotate dei requisiti di standardizzazione e risultano frazionate e di uguale valore. Quindi quote uguali di valore uguale e diversità di quote. L'attenzione deve essere posta sulla quota, che è il bene giuridico di riferimento per la definizione del rapporto sociale. In base alla tipologia di quote, rectius delle categorie di quote presenti abbiamo di conseguenza il tipo sociale srl di riferimento.

La presenza di una quota dematerializzata secondo la dematerializzazione forte mi determina una costruzione di una SRL-PMI con determinate caratteristiche.

Finisce pertanto l'unitarietà della quota e l'unitarietà della srl.

C)

La possibilità di stipulare all'indomani della Legge Capitali accordi di covendita è rafforzata. Da un punto di vista ideologico le convenzioni di covendita sublimano la quota srl, da partecipazione sociale a base personalistica, a strumento di investimento per il socio o i soci di maggioranza e al tempo stesso vien garantita almeno a livello economico la partecipazione minoritaria. Se si opera una intersezione tra gli accordi di covendita e la gestione accentrata abbiamo un potenziamento para azionario della srl.

D)

Con la dematerializzazione forte della Legge Capitali il trasferimento avviene sulla base della scritturazione in gestione accentrata. Il libro soci non recupera la funzione di strumento di trasferimento della quota, ma svolge solo una funzione altamente notizia le, che fotografa la situazione della compagine societaria allo stato degli atti. Eventualmente trattandosi di trasferimenti telematici la funzione notiziale può corroborare eventuali deficit a livello scritturale ma non recupera la primitiva funzione.

E)

Affrontando la tematica del pegno non possessorio vi è piena compatibilità tra la rotatività automatica e i titoli oggetto di dematerializzazione forte. Tali titoli possono essere inseriti

comodamente all'interno di un fondo patrimoniale nel rigido rispetto della surrogazione reale che governa la causa concreta di questo particolare forma di convenzione matrimoniale.

F)

La determinazione della natura giuridica della partecipazione in srl è però rilevante ad altri fini. Qualificata, come sopra detto, la quota di srl nella variegata fenomenologia rappresentativa alla luce della Legge Capitali, nel contesto della srl ordinaria /basica essa assume il topos fisiologico di bene mobile nel senso voluto dall'art. 810 c.c., ci si chiede se essa rientri ulteriormente fra quelli "iscritti in pubblici registri"³, ai sensi dell'art. 815 c.c.⁴ L'interpretazione tradizionale ritiene che con tale espressione si intendano i soli beni mobili elencati dall'art. 2683 c.c., ossia navi e galleggianti, aeromobili ed autoveicoli Tale ricostruzione si fonda sul tenore letterale degli artt. 179 comma 2 c.c. e 184 comma 1 c.c., i quali fanno espresso riferimento a questo elenco: il primo, per includere questi beni fra quelli per i quali si richiede che, al fine di evitarne la caduta in comunione legale, l'esclusione risulti dall'atto e di esso sia parte anche l'altro coniuge; il secondo, laddove sanziona con l'annullabilità gli atti che li abbiano ad oggetto, compiuti da un coniuge senza il necessario consenso dell'altro. I sostenitori di tale orientamento sottolineano, inoltre, come oggetto dell'iscrizione nel registro delle imprese sia il trasferimento o la costituzione del vincolo sul bene, e non la quota di partecipazione in quanto tale. Ciò contrariamente a quanto accade per i beni mobili registrati, per i quali l'iscrizione nel pubblico registro sarebbe tipica della loro natura, in quanto eseguita a prescindere dal compimento di un atto traslativo o di costituzione di vincolo che li riguardi

Nella srl tradizionale l'iscrizione nel registro delle imprese surroga la soppressione del libro soci L'ulteriore requisito della buona fede, scolorito in sede di gestione accentrata, non può essere disatteso nel modello di srl ordinaria. Circostanza valutabile in forza di una fisiologica minore affidabilità delle risultanze del registro delle imprese rispetto alla pubblicità immobiliare per il solo profilo della tempestività di esecuzione della pubblicità. Infatti, mentre il Conservatore dei registri immobiliari è obbligato ad eseguire l'annotazione del titolo ai fini della trascrizione secondo l'ordine di presentazione (art. 2678 comma 1 c.c.), analoga previsione non è riscontrabile nel sistema della pubblicità camerale, ove è prescritto unicamente

che l’iscrizione sia eseguita senza indugio e comunque entro il termine di cinque giorni se la domanda è presentata su supporto informatico (art. 11 comma 8 del D.P.R. 7 dicembre 1995, n. 581).

Quanto precede parrebbe convincente nel senso che, nella pluralità del panorama composito dalle categorie di quote, alla luce dei due processi normativi di dematerializzazione, quello indiretto e quello forte para-azionario della gestione accentrata, di è effettuato un upgrade irreversibile sul piano storico dogmatico tanto del concetto di quota di srl, quanto del concetto tipologico del modello sociale in oggetto.

In caso di quota di srl tradizionale/ordinaria non si rilevano ragioni convincenti per non ascrivere la medesima al genus di bene mobile “registrato”.

Note: PARTE I

(1) Per una rassegna preliminare in ordine alla dottrina di settore v. A. DACCÒ, in *Diritto commerciale*, a cura di M. CIAN, III, Torino, 2024, 722 s.; M. NOTARI, *Diritti “particolari” dei soci e categorie “speciali” di partecipazioni*, in AGE, 2003, 337; G. SANTONI, *Le quote di partecipazione*, in G. Santoni – F. Briolini – G. M. Buta – F. ACCETTELLA, *Le società a responsabilità limitata*, Torino, 2022, 95. Sovente si ascrive al “divieto” anche un secondo significato, quello di precludere la scomposizione delle quote in unità partecipative standardizzate: in arg., oltre a Notari, v. G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, in *Codice civile, Commentario fondato da P. Schlesinger e diretto da F. D. Busnelli*, Milano, 2010, sub art. 2468, 506 ss.; L. A. BIANCHI - A. FELLER, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. G. Marchetti - L. A. BIANCHI - F. GHEZZI - M. NOTARI, *Società a responsabilità limitata* (a cura di L. A. Bianchi), Milano, 2008, sub art. 2468, 310. M. SCIUTO, *Le quote di partecipazione*, in *Le società a responsabilità limitata*, a cura di C. Ibba – G. Marasà, I, Milano, Giuffrè, 2020, 517 ss. e L. Calvosa, (nt. 8), 709, nt. 11. Sull’argomento, fra tutti, si vedano anche: P. REVIGLIONO, *Il trasferimento della quota di società a responsabilità limitata. Il regime legale*, Milano, Giuffrè, 1998, 6 ss.; V. DE STASIO, *Trasferimento della partecipazione nella s.r.l. e conflitto tra acquirenti*, Milano, Giuffrè, 2008, 80 ss.; L. Di Nella, *Natura e divisibilità delle quote di partecipazione*, sub. art. 2468, in *Commentario delle s.r.l.*, dedicato a G.B. Portale, a cura di A. Dolmetta e G. Presti, Milano, Giuffrè, 2011, 270 ss. STUDIO DEL C.N.N. » *Impresa* Numero 42-2024/I del 28 MARZO 2024 LA DEMATERIALIZZAZIONE DELLE PARTECIPAZIONIDI SOCIETA’ A RESPONSABILITA’ LIMITATA (ART. 3 L. 21/2024) CIAN Marco .Focus E Novita' Normative » *Novità* 14 Marzo 2024 Cnn Notizie “Interventi A Sostegno Della Competitività Dei Capitali E Delega Al Governo Per La Riforma Organica Delle Disposizioni In Materia Di Mercati Dei Capitali Boggiali Daniela Recentemente particolarmente illuminante Francesco BRIZZI *La dematerializzazione delle quote di S.r.l. PMI in Le Società* sezione Opinioni fascicolo 7/2024 in cui oltre ad essere concretizzata la mens legis dell’introduzione normativa si opta sull’interazione con gli effetti del c.d. Decreto Fintech (D.L. n.25/2023) qualora anche questo, sul profilo circolatorio divenisse una vera e propria fonte di disciplina della trasmissione della quota dematerializzata. L’operazione attuata dal legislatore collocata in una corretta prospettiva riveste, meno ambiti esoterici di quanto si possa supporre. Di fatto l’attrazione di investitori anche professionali è catalizzata dalla c.d. dematerializzazione forte. Per la dottrina cfr. G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, Tomo primo, Milano, 2010, 501 s. Più in generale, sulla nozione di prodotto finanziario di cui al TUF, cfr., da ultimo, Consob, *Le offerte iniziali e gli scambi di crypto-attività*. Documento di consultazione, 19 marzo 2019, per la quale « gli investimenti di natura finanziaria ricompresi nella categoria dei prodotti finanziari

sono le proposte di investimento che implicino la compresenza dei tre seguenti elementi: (i) impiego di capitale, (ii) promessa/aspettativa di rendimento di natura finanziaria e, (iii) assunzione di un rischio direttamente connesso e correlato all'impiego di capitale.

In tema di aliud pro alio:

cfr. Il Caso.it, Sez. Articoli e Saggi - Data pubblicazione 03/01/2025

Appunti in tema di garanzia per vizi e aliud pro alio nel contratto di compravendita di partecipazioni delle società di capitali Biagio Ciliberti, Avvocato in Milano

La disciplina di cui all'art. 1497 cod. civ., pertanto, non si estenderebbe alla consistenza od al valore dei beni costituenti il patrimonio, a meno che l'acquirente, per conseguire tale risultato, non abbia fatto ricorso ad un'espressa clausola di garanzia, frutto dell'autonomia contrattuale, in modo da ricollegare esplicitamente il valore della partecipazione al valore dichiarato del patrimonio sociale (sub specie di «mancanza di qualità promesse»).

È fatta salva, pur nell'ambito dell'orientamento più restrittivo, l'ipotesi del dolo del cedente, quando il mendacio o le omissioni sulla situazione patrimoniale della società siano accompagnate da malizie e astuzie volte a realizzare l'inganno e idonee, in concreto, a sorprendere una persona di normale diligenza. Come è noto, le garanzie rilasciate dal venditore possono riguardare le caratteristiche delle quote oggetto immediato della compravendita (c.d. legal warranties) o la consistenza patrimoniale e finanziaria della società target e alle sue prospettive reddituali (c.d. business warranties).

La qualificazione delle business warranties come «qualità promesse o essenziali» accolta dalla giurisprudenza è stata sconfessata dalla dottrina unanime, la quale ha evidenziato le conseguenze particolarmente gravi per il compratore, che nella maggior parte dei casi si troverebbe a rilevare le eventuali difformità ben oltre la scadenza del termine di prescrizione annuale di cui all'art. 1495 cod. civ.

Si è inoltre affermato che, a ben vedere, la garanzia legale di cui agli artt. 1490 e 1497 cod. civ. attiene a vizi e qualità intrinseche del bene esistenti al momento della conclusione del contratto^[14]: al contrario, l'oggetto delle business warranties attiene ad elementi estrinseci rispetto all'oggetto immediato del contratto (ossia, la cessione delle partecipazioni) e, comunque, risulta inevitabilmente connesso ad eventi futuri ed incerti riguardanti la consistenza patrimoniale e la redditività.

L'obbligazione assunta dal venditore è configurabile come una mera prestazione accessoria rispetto a quella principale, che impone unicamente un obbligo di indennizzo a carico del venditore ove la consistenza patrimoniale della società target si riveli diversa da quella considerata dalle parti con il contratto di cessione. E ciò per il solo fatto oggettivo della stessa, senza che rilevi in alcun modo il suo adempimento o il suo inadempimento o il rimedio risolutivo di cui all'art. 1497 cod. civ.

Nell'impossibilità di ripercorrere le innumerevoli argomentazioni rese dalla dottrina più attenta, ci si limita a dare atto delle perplessità che ha suscitato l'apparente mancato recepimento dell'orientamento più condivisibile della Corte di legittimità, che ha qualificato le business warranties quali prestazioni accessorie al trasferimento del diritto oggetto del contratto, volte a garantire l'esito economico dell'operazione e aventi un oggetto distinto da quello della garanzia legale previste dal Codice civile

Tali clausole, dunque, presentano più propriamente la natura di garanzie autonome, slegate dalle norme sulla vendita e soggette al termine ordinario decennale di prescrizione

In tale prospettiva, i patti autonomi di garanzia eventualmente previsti, anche se eventualmente collegati all'oggetto immediato del negozio, non attengono a quest'ultimo e costituiscono un'autonoma regolamentazione di garanzia che non ricade nell'ambito di applicazione degli artt. 1495 e 1497 cod. civ.: in caso di inadempimento, deve riconoscersi all'acquirente il diritto a conseguire un indennizzo e non la possibilità di ottenere la risoluzione del contratto di

acquisto della partecipazione a causa del difetto di qualità della cosa venduta.

Di conseguenza, pur nel sospetto che la "statica" ripetizione del principio non sia frutto di una ponderata mediazione, appare quantomeno fuorviante il perdurante riferimento alla "riduzione del prezzo" [19], rimedio peraltro neppure previsto dalla disciplina di cui all'art. 1497 cod. civ.

.Nel medesimo senso, si è espressa anche Cass. 18 luglio 2024, n. 19833[5], ove si legge: «la cessione delle azioni, o delle quote, di una società di capitali, ha come oggetto immediato la partecipazione sociale, e solo quale oggetto mediato, la quota parte del patrimonio sociale che tale partecipazione rappresenta. Pertanto, le carenze o i vizi relativi alle caratteristiche e al valore dei beni ricompresi nel patrimonio sociale e, di conseguenza, alla consistenza economica della partecipazione possono giustificare la sua risoluzione o la riduzione del prezzo pattuito solo se il cedente abbia fornito, a tale riguardo, specifiche garanzie contrattuali».

In questa prospettiva, l'assetto patrimoniale del valore della partecipazione, in quanto corrispondente all'esercizio dei diritti patrimoniali spettanti al socio, rappresenta solo una parte dell'utilità che l'acquirente della partecipazione riceve per effetto del suo acquisto, che si aggiunge ai diritti amministrativi, che consentono al socio di partecipare alla vita della società esercitando tutte le facoltà concesse dalla legge e dallo statuto, rispetto alle quali l'aspettativa di redditività connessa all'esercizio dei diritti patrimoniali costituisce non più che un aspetto del complessivo status di socio.

Le affermazioni rese sulla materia oggetto del presente contributo dalla Corte di legittimità con l'ordinanza n. 22790 del 2019, rimaste peraltro isolate, suscitano alcune perplessità e non appaiono adeguatamente ponderate.

Innanzitutto, infatti, è d'uopo osservare che la Corte di legittimità si è espressa in una fattispecie in cui i venditori avevano assunto una specifica ed espressa garanzia sulla corrispondenza della situazione patrimoniale della società, sì che la pronuncia non avuto effettivamente ad oggetto una fattispecie in cui davvero sarebbe stato possibile riconoscere la garanzia ex art. 1497 cod. civ. alla stregua del solo principio di buona fede.

In secondo luogo, è stato ribadito un (i.e. Cass. 9 settembre 2004, n. 18181, cit., altrettanto criticata, che aveva altresì affrontato la questione in via incidentale) in merito all'applicabilità - in assenza di una espressa garanzia - della disciplina di cui all'art. 1497 cod. civ. nel caso di differente consistenza patrimoniale della società target rispetto a quanto pattuito.

Cfr. Il Caso.it, Sez. Giurisprudenza, 6537 - pubb. 01/08/2010.

Cassazione civile, sez. I, 09 Settembre 2004, n. 18181. Est. Marziale.

Società - Di capitali - Società a responsabilità limitata - Capitale sociale - Conferimenti - Quota - Trasferimento - In genere - Contratto di cessione di azioni di società contro prezzo - Natura delle azioni come beni di 'secondo gradò - Conseguenze - Differenza della consistenza quantitativa e qualitativa del patrimonio sociale rispetto a quella pattuita in contratto - Mancanza di qualità e "aliud pro alio datum" - Configurabilità - Conseguenze - Risoluzione del contratto - Ammissibilità. *Le azioni (e le quote) delle società di capitali costituiscono beni di "secondo grado", in quanto non sono del tutto distinti e separati da quelli compresi nel patrimonio sociale, e sono rappresentative delle posizioni giuridiche spettanti ai soci in ordine alla gestione ed alla utilizzazione di detti beni, funzionalmente destinati all'esercizio dell'attività sociale; pertanto, i beni compresi nel patrimonio della società non possono essere considerati del tutto estranei all'oggetto del contratto di cessione del trasferimento delle azioni o delle quote di una società*

di capitali, sia se le parti abbiano fatto espresso riferimento agli stessi, mediante la previsione di specifiche garanzie contrattuali, sia se l'affidamento del cessionario debba ritenersi giustificato alla stregua del principio di buona fede. Ne consegue che la differenza tra l'effettiva consistenza quantitativa del patrimonio sociale rispetto a quella indicata nel contratto, incidendo sulla solidità economica e sulla produttività della società, quindi sul valore delle azioni o delle quote, può integrare la mancanza delle qualità essenziali della cosa, che rende ammissibile la risoluzione del contratto ex art. 1497, cod.civ., ovvero, qualora i beni siano assolutamente privi della capacità funzionale a soddisfare i bisogni dell'acquirente, quindi "radicalmente diversi" da quelli pattuiti, l'esperimento di un'ordinaria azione di risoluzione ex art. 1453 cod.civ., svincolata dai termini di decadenza e prescrizione previsti dall'art. 1495 cod.civ. (Nella specie, successivamente alla stipula del contratto di cessione di azioni di una s.p.a., erano state accertate irregolarità fiscali nella gestione della società, con conseguente irrogazione in danno della stessa di sanzioni tributarie di importo elevatissimo, che ne avevano determinato il fallimento; la S.C. in applicazione del succitato principio, ha cassato con rinvio la sentenza impugnata, che aveva escluso la proponibilità dell'azione di risoluzione per la vendita di 'aliud pro aliò). (massima ufficiale)

Pertanto, la natura di obiter dictum del riconoscimento della possibilità di esperire il rimedio di cui all'art. 1497 cod. civ. anche sulla base del solo affidamento posto dal cessionario induce a quantomeno a dubitare che la Suprema Corte abbia meditatamente inteso pronunciarsi in senso contrario rispetto al suo più consolidato orientamento.

Come osservato, infatti, anche da autorevole dottrina, la ricostruzione delle azioni come «beni di secondo grado» non è idonea a superare il rilievo per cui il diritto reale sulla partecipazione - i.e. l'oggetto (immediato) del contratto di compravendita - si traduce unicamente in un diritto sulla "posizione" di socio in relazione ai diritti e poteri derivanti da detta posizione] con la conseguenza che il trasferimento delle partecipazioni determina soltanto l'acquisto di quell'insieme di posizioni giuridiche attive e passive che costituisce, appunto, il c.d. status socii, l'unico oggetto possibile sul piano giuridico-formale del contratto di compravendita.

(2) In realtà la rivoluzione che afferisce al trasferimento della quota è un precipitato tecnico come supra accennato della progressiva distanziamento della quota dal suo titolare. La srl nasce in fatti come un trait d'union tra la società di persone e la società per azioni. Il c.d. regime della quota non è soltanto una chiave di lettura del trasferimento della stessa, che può essere sottoposta a vincoli, patti di prelazione diritti di sottoscrizione e quanto altro, ma rappresenta altresì lo stato di corrispondenza bi-univoca tra la quota e il suo titolare. A nostro avviso la Legge in commento compie un deciso balzo in avanti nel senso della distanziamento

/eterogeneizzazione della quota dal suo titolare. (Per I.N.6 - (APPLICAZIONE DEL PRINCIPIO DELL'UNICITÀ DELLA PARTECIPAZIONE IN PRESENZA DI CATEGORIE

DI QUOTE - 1° pubbl. 9/18 - motivato 9/19)

Il principio dell'unicità della quota di partecipazione in s.r.l. deriva dal divieto di suddividere le partecipazioni in azioni contenuto nel comma 1 dell'art. 2468 c.c. In presenza di un divieto di "emissione" di titoli, infatti, l'eventuale previsione contenuta nell'atto costitutivo di suddividere le partecipazioni in un numero predeterminato risulterebbe priva di significato (al pari di quello che accadrebbe se tale regola fosse contenuta in un atto costitutivo di società di persone). Deve anche considerarsi che gli artt. 2481-ter, comma 2, e 2482-quater c.c. di-spongono che le riduzioni per perdite o gli aumenti gratuiti del capitale non possono comportare modifiche qualitative o quantitative delle partecipazioni e dei diritti dei soci, ciò neanche nel caso in cui avvengano per valori nominali indivisibili o incompatibili con una qualche unità di misura predeterminata.

stesse non costituiranno un'unica partecipazione, ma tante partecipazioni unitarie quante sono le diverse categorie possedute, partecipazioni unitarie che in caso di successive cessioni o acquisti non si modificheranno nel loro numero ma solo nella loro percentuale.

I.N.10 - (LEGITTIMITÀ DELLE CLAUSOLE LIMITATIVE DELLA CIRCOLAZIONE DELLE PARTECIPAZIONI RIFERITE A SINGOLE CATEGORIE DI QUOTE – 1° pubbl.

9/18 – motivato 9/19)

Poiché le singole quote di partecipazione di categoria sono incapaci di confondersi tra loro, anche nell'ipotesi in cui appartengano al medesimo socio (vedi orientamenti I.N.6), si reputano legittime le clausole limitative della circolazione delle partecipazioni che abbiano ad oggetto solo alcune delle categorie di quote create dall'atto costitutivo. Per La riforma operata con il

D.L. n. 50/2017 ha introdotto per le s.r.l.-PMI la possibilità di creare categorie di quote e di offrirle al pubblico ma non ha derogato al divieto di suddividerle in azioni, si pone dunque il problema di conciliare il principio dell'unicità della partecipazione in s.r.l. con la possibilità di creare categorie di quote.

Dirimente sul punto appare la considerazione che le singole categorie di quote non sono capaci di confondersi tra loro in un'unica posizione partecipativa, in quanto ciascuna di esse attribuisce diritti ed obblighi propri che nel loro complesso non possono essere uguali a quelli di nessuna altra categoria di quote, pena l'inesistenza della categoria stessa. All'interno delle categorie, invece, non ricorre alcuna esigenza di distinzione. Nelle s.r.l.-PMI appare dunque possibile suddividere le quote di partecipazione in categorie ma non anche suddividere queste ultime in unità predeterminate e vincolanti. Per Cfr. *Il recesso parziale del socio di Srl di Guido BEVILACQUA* – notaio, membro della Commissione Società del Comitato Interregionale dei Consigli Notarili delle Tre Venezie, co-responsabile del Centro Ricerche dell'associazione di cultura giuridica Insignum, in Rivista delle Operazioni Straordinarie Anno 2013. Il presente contributo è volto ad analizzare l'ammissibilità dell'introduzione, in uno statuto di Srl, della clausola che consenta il recesso parziale del socio, tanto nelle ipotesi di recesso legale, quanto nelle ipotesi di recesso convenzionale. Secondo l'A. tale possibilità discenda direttamente dalla legge, senza, dunque, la necessità di una previsione statutaria in tal senso determina la facoltà per il socio di una Srl di recedere solo per una parte della quota. Stante l'esistenza di orientamenti divergenti in dottrina, è, tuttavia, preferibile che la facoltà per il socio di Srl di recedere parzialmente dalla società sia espressamente prevista quale clausola statutaria. La possibilità di stabilire, mediante apposita previsione statutaria, la facoltà per il socio di una Srl di recedere parzialmente ove si verificano cause legali o convenzionali di recesso un tempo *ius controversum* in dottrina, ora è pacificamente accettata. In altri termini il Notariato del Triveneto si è chiesto se, nell'ambito delle S.r.l.-PMI, sia ammissibile che un socio eserciti il proprio diritto di recesso solamente per una determinata categoria di quote, escludendo l'esercizio dello stesso rispetto alle altre categorie di quote di cui è titolare, oppure se il diritto di recesso debba necessariamente essere esercitato per la totalità della partecipazione detenuta dal singolo socio (senza la possibilità di alcuna distinzione tra singole categorie di quote). Per meglio comprendere il disposto dell'orientamento in commento, occorre in prima battuta ricordare come le singole categorie di quote, anche se appartenenti allo stesso socio, devono essere considerate come autonome e non possono confondersi tra loro così da creare un'unica partecipazione sociale. In altri termini, nel caso in cui uno stesso socio sia titolare di quote di diverse categorie "le stesse non costituiranno un'unica partecipazione, ma tante partecipazioni unitarie quante sono le diverse categorie" (cfr orientamento I.N.6 Comitato Interregionale dei Consigli Notarili delle Tre Venezie) come confermato dal fatto che ciascuna di esse attribuisce al proprio titolare diritti ed obblighi propri che, se complessivamente considerati, non potranno essere uguali a quelli di nessun'altra categoria di quote emessa dalla società. Alla luce di quanto sopra esposto, il Comitato

Interregionale dei Consigli Notarili delle Tre Venezie con l'orientamento I.N.12 ha chiarito che "poiché l'interesse al disinvestimento tutelato dalle norme che consentono il recesso può ricorrere in maniera diversificata per ciascuna categoria di quote create dalla società, in quanto legato ai profili di rischio e di redditività propri di ciascuna di esse, si deve ritenere che al verificarsi di una causa che legittimi il recesso lo stesso possa essere esercitato anche con riferimento ad una sola delle quote di categoria possedute dal medesimo socio, prescindendo dalla circostanza che l'atto costitutivo consenta o meno il recesso parziale". Per Sotto questa angolatura prospettica si vedano anche queste massime che portano in predicato una apertura alla circolazione delle quote anche attraverso momenti patologici del rapporto.

Legittimità del recesso riferito ad una sola delle quote di categoria detenute da un medesimo socio: Poiché l'interesse al disinvestimento tutelato dalle norme che consentono il recesso può ricorrere in maniera diversificata per ciascuna categoria di quote create dalla società, in quanto legato ai profili di rischio e di redditività propri di ciascuna di esse, si deve ritenere che al verificarsi di una causa che legittimi il recesso lo stesso possa essere esercitato anche con riferimento ad una sola delle quote di categoria possedute dal medesimo socio, prescindendo dalla circostanza che l'atto costitutivo consenta o meno il recesso parziale.

BRIZZI *Le Società*, cit p. 796 riflette sull'efficacia sovversiva che viene apportata dalle reintroduzioni del libro soci quando opera la circolazione scritturale delle quote. In questo caso infatti si assisterebbe ad un depotenziamento del Registro imprese.

Nelle s.r.l. tutto questo è ancora vietato e, anche per le partecipazioni offerte sui portali telematici, non si verifica alcuna equiparazione tra quote di partecipazione e titoli di credito. È bene sottolineare che la regola della unitarietà della partecipazione di s.r.l. presuppone anche quella della assoluta e illimitata divisibilità della stessa in caso di trasferimenti inter vivos o mortis causa (vedi orientamento I.I.35). Secondo impostazioni non più recenti del Triveneto sarebbero numerose sono le norme che il codice civile dedica alla s.r.l. che costituiscono applicazione del principio del divieto di suddividere le partecipazioni in titoli, di standardizzarle e renderle seriali e di sottostare ad una unità di misura predeterminata e indivisibile. In primo luogo, l'art. 2463, comma 2, c.c. nell'enumerare gli elementi essenziali dell'atto costitutivo di

s.r.l. al n. 6) prevede: "la quota di partecipazione di ciascun socio". L'uso del singolare non è casuale: ad ogni socio può corrispondere una sola quota. Vi è poi l'art. 2468 c.c. che al comma 1 prevede, come già ricordato, che "le partecipazioni dei soci non possono essere rappresentate da azioni", mentre al comma 2 dispone che "salvo quanto disposto dal terzo comma del presente articolo, i diritti sociali spettano ai soci in misura proporzionale alla partecipazione da ciascuno posseduta". Ancora una volta il singolare non è casuale: un socio – una partecipazione. Ma le due disposizioni che maggiormente evidenziano come sia incompatibile con il modello s.r.l. la suddivisione delle quote di partecipazione in unità predeterminate e seriali sono quelle contenute negli articoli 2481-ter, comma 2 e 2482-quater c.c. Le ricadute pratiche del principio dell'unitarietà della partecipazione non sono solo "estetiche" o di forma ma sono anche e soprattutto di sostanza, in quanto consentono in numerose ipotesi la corretta applicazione delle regole giuridiche che governano il tipo s.r.l. Basti pensare al diritto di prima sottoscrizione negli aumenti di capitale (art. 2481-bis, comma 1, c.c.), che deve essere riconosciuto ad ogni socio "in proporzione alla propria quota di partecipazione", dunque senza arrotondamenti. Per questo motivo è necessario chiarire il concetto unitarietà della partecipazione frazionamento divisibilità della quota e procedura di standardizzazione della stessa della quota. Nelle s.r.l.-PMI si pone dunque il problema di comprendere come possa conciliarsi il principio dell'unitarietà della partecipazione con l'eventuale presenza di categorie di quote.

Il principio dell'unitarietà della partecipazione è strettamente legato alla regola stabilita dall'art. 2468, comma 2, c.c. secondo la quale i diritti sociali spettano ai soci misura proporzionale alla

partecipazione da ciascuno posseduta (salvi i diritti particolari di cui al comma 3). Nell'orientamento in commento si è quindi ritenuto di affermare che le partecipazioni che attribuiscono i medesimi diritti, cioè quelle che appartengono ad una stessa categoria, debbono essere considerate partecipazioni unitarie, mentre quelle che attribuiscono diritti diversi non possono essere confuse tra loro in un'unica partecipazione. Secondo l'orientamento in commento (motivazione), se il socio Tizio è contemporaneamente titolare di quote di categoria "A" e di quote di categoria "B", lo stesso non avrà un'unica partecipazione ma due partecipazioni unitarie, una per categoria, non confondibili tra di loro ma allo stesso tempo non suddivisibili al loro interno in unità di misura predeterminate o dotate di valore nominale esplicito.

(3) Per Pegno non possessorio e quote di società a responsabilità limitata, in Rubrica Approfondimento giuridico 26 Gennaio 2024 Redazione Federnotizie a cura di Marco RESCHIGNA.

(4) Per Marco RESCHIGNA cit. la qualificazione giuridica della quota risenta anche della prospettiva secondo cui viene condotta l'indagine, Ad esempio come si vedrà nel prosieguo quando si provvederà allo scrutinio di ammissibilità di vincoli sulle quote, in caso di pegno non possessorio l'A. nota: "Se in questa sede ci si occupasse esclusivamente del pegno ordinario su quote di s.r.l., è certo che la questione della natura giuridica della quota di s.r.l. passerebbe in secondo piano, dal momento che l'art. 2471 *bis* c.c. lo ammette espressamente. Ciò però non vale con riguardo al pegno non possessorio"

(5) RUOTOLO – D. BOGGIALI, con ampi richiami in Quote di s.r.l. e natura di bene mobile registrato ai fini dell'usucapione (Trib. Milano, 22 dicembre 2017), Ufficio Studi CNN, Sentenze annotate, 13 giugno 2018, in www.notariato.it e per completezza a L. Calvosa, (nt. 8), 709, nt. 11.

(6) Per In questo senso, sia pur nella prospettiva della suscettibilità della quota di essere oggetto di usucapione, M. MAGGIOLO, *Acquisto originario di quote in società a responsabilità limitata quali beni mobili registrati*, in *Nuovo dir. civ.*, n. 1, 2022, pp. 69 e ss., spec. pp. 72-77; ID., *Pegno non possessorio e pegno possessorio su quote di s.r.l.: i beni mobili registrati oppignorabili*, in *Giur. comm.*, n. 6, 2023, pp. 925-926; E. PEDERSOLI, *Sulla qualificazione della quota di s.r.l. come bene mobile registrato e l'applicazione dell'istituto dell'usucapione - il commento*, in *Società*, 2018, p. 418; C. RINALDO, *Usucapione e acquisto a non domino delle quote di partecipazione in società a responsabilità limitata*, in *Riv. dir. civ.*, 2017, p. 631. Con specifico riferimento alla legittimità del fondo patrimoniale sulla quota COMITATO INTERREGIONALE DEI CONSIGLI NOTARILI DELLE TRE VENEZIE, Orientamento civilistico n. 14, reperibile al link <https://www.notaitriveneto.it/dettaglio-orientamenti-civilistici-248-strongelaborato-dalla-commissione-civile-2-coordinata-dai-notai-morandi-e-silva---fondo-patrimonialestrong.html#inizio>.

Già prima della riforma del 2009, S. CHIARLONI, *Il pignoramento di quote di società a responsabilità limitata si esegue ora tramite iscrizione nel registro delle imprese*, in *Giur. it.*, 1995, IV, pp. 153 e ss.; F. DI SABATO, *Riflessioni sparse sulla riforma del diritto societario*, in *Giur. comm.*, 2002, I, p. 679. In senso contrario, Cassazione civile sez. III, 16 maggio 2014, (ud. 29/01/2014, dep. 16/05/2014), n.10826, reperibile su www.dejure.it. Per una qualificazione della quota quale bene mobile, ma non iscritto in pubblico registro, App. Roma sez. III, 28 dicembre 2021, n.8529, reperibile su www.dejure.it. Per ulteriori posizioni giurisprudenziali, si veda E. LOFFREDO – G. RACUGNO, *Rassegna di giurisprudenza – Società a responsabilità limitata*, in *Giur. comm.*, n. 6, 2019, pp. 1188-1189.; *Le Società*, 2018, 418 ss., con nota critica di E. Pedersoli.; Rileva A. BUSANI, *Registro dei pegni, (nt. 1), 19; Id., Pegno non possessorio, (nt. 1)*, Zargomiento si richiama anche la posizione della Commissione Civile del Consiglio Notarile del Triveneto che nell'Orientamento n. 14, in www.notaitriveneto.it *Le Società*, 2020, 689

ss., con nota di M. COSTANZA, in *Notariato*, 2020, 173 ss., con nota di M. Ferrari e F. Mottola Lucano, e in *Giur. it.*, 2020, 1679 ss., con nota di M.L. PASSADOR). Il panorama delle piccole e medie imprese (PMI) e delle start-up italiane potrebbe vivere una trasformazione radicale grazie alla Legge Capitali, che prevede la dematerializzazione delle quote delle Società a Responsabilità Limitata (Srl). In modo specifico bisognerebbe riflettere sulla modalità operativa prima ancora che sul risultato imprimibile dalla riforma. Sul piano tecnico la dematerializzazione ora impressa è “forte”. Si tratta di una procedura che consente di sostituire i documenti cartacei con equivalenti digitali, si applicherà alle quote societarie delle PMI-Srl, attribuendo loro un codice ISIN univoco. Ciò rappresenta un passo avanti significativo, poiché apre le porte a un mercato secondario finora inaccessibile a queste entità, facilitando le operazioni di compravendita e offrendo nuove opportunità di finanziamento. Sul punto vedi BRIZZI *Le Società*, cit. p. 786-787 - 788, che però per la presenza di coordinamento normativo interno, dovuti alla novella prodotta dalla legge Capitali, si finisce per non assicurare l’effetto espansivo di apertura delle PMI all’investimento. L’A. parla più che altro a pag. 789 di una timida apertura del legislatore europeo ad un mercato secondario della circolazione delle quote. E’ implicita una manovra di avvicinamento alla s.p.a. più con una “forma giuridica “che con una effettiva valenza economica. Secondo l’A. l’intent della Legge Capitali (BRIZZI *Le Società*, cit.p.791, sarebbe quello “di consentire alle quote di SRL PMI di rivestire la forma scritturale e l’accesso al regime di gestione accentrata. Quello di promuovere l’apertura dei mercati della S.R.L. PMI attraverso un mercato secondario delle quote, onde incentivare l’investimento iniziale, con la prospettiva di una rapida mobilitazione della ricchezza sia gli investimenti successivi, per l’ottimizzazione ed il consolidamento e crescita dell’impresa”. Questa operazione di sviluppo che l’A. (p.792) considera realizzabile seguendo il criterio di relatività funzionale, si rivolge in primo luogo ad operare su uno step di standardizzazione della quota sociale. Ne deriva che il *ius novum* dall’art. 3 del D.L. 25/2023, c facoltizza la Consob a estendere la definizione di “ *strumento finanziario digitale* ” alle quote di S.r.l., in linea con le raccomandazioni del *Libro Verde sulla competitività dei mercati finanziari*, presentato dal ministero dell’Economia nel 2022. La misura introduce una deroga al regime di circolazione delle partecipazioni previsto ordinariamente dall’art. 2470 c.c. (atto con sottoscrizioni autenticate da un notaio) e dall’art. 36 co. 1-bis del DL 112/2008 convertito (atto sottoscritto con firma digitale e iscritto nel Registro delle imprese attraverso l’intervento di intermediari autorizzati). In questo scenario, Monte Titoli assume un ruolo centrale come depositario per gli strumenti finanziari dematerializzati, garantendo un’efficace gestione della liquidazione e del regolamento delle transazioni commerciali con maggiore liquidità e trasparenza. Nell’ambito della recente riforma legislativa, le piattaforme di equity crowdfunding rivestono un ruolo di primaria importanza, avendo attivamente contribuito alla promozione e al sostegno di tale misura. La previsione è che tale normativa porterà a un significativo incremento della liquidità nel settore delle PMI italiane, favorendo pertanto la loro crescita e lo sviluppo economico nazionale. Questo impatto, particolarmente rilevante per il settore dell’equity crowdfunding, evidenzia il potenziale trasformativo della dematerializzazione delle quote Srl, atteso con grande ottimismo dalle piattaforme che operano in questo ambito. La dematerializzazione delle quote si traduce una chiave semplificativa di emissione e gestione delle quote societarie stesse. Si parla allora di gestione accentrata perché:

*è facilitata la sottoscrizione delle quote e semplificate le operazioni di aumento di capitale, fondamentali per le startup e piccole e medie imprese in rapida crescita.

* La c.d trasmissione scritturale consente una maggiore efficienza nelle transazioni, facilitando lo scambio e la negoziazione delle quote societarie. Così anche BRIZZI *Le Società*, cit p.793.

* con le quote dematerializzate si integrano i presupposti per una futura quotazione in un mercato regolamentato attraverso l’

International Securities Identification Number (ISIN) L'ISIN è infatti il codice riconosciuto a livello internazionale per l'identificazione degli strumenti finanziari sui mercati e nelle transazioni. Sul punto e sui pericoli di intersezione della normativa anche in una prospettiva de iure condendo BRIZZI *Le Società*, cit p.794-5.

*L'attivazione della dematerializzazione delle quote avviene mediante l'attribuzione di un codice ISIN per ogni categoria di quota emessa e depositare gli strumenti finanziari presso un intermediario autorizzato. Per l'Italia il servizio di codifica ISIN è svolto dalla Banca d'Italia. Le quote dematerializzate vengono iscritte in base al proprio codice ISIN all'Anagrafe dei Titoli tenuto da Banca d'Italia che costituisce l'archivio delle informazioni anagrafiche sugli strumenti finanziari che gli intermediari creditizi e finanziari e le altre società segnalano alla Banca d'Italia.

* l'effetto di categorizzazione ISIN imprime la dematerializzazione delle quote e trasforma le quote societarie in veri e propri strumenti finanziari e rende le quote più facili da trasferire e scambiare. Da un punto di vista strettamente operativo il ruolo di agente di intermediazione è svolto da private banker e i consulenti finanziari che possono così monitorare l'intero portafoglio dei clienti, inclusi gli asset illiquidi La possibilità di dematerializzare le quote è concessa alle sole PMI-S.r.l. ovvero alle società a responsabilità limitata rientranti nella categoria di PMI ai sensi della Raccomandazione europea nr. 2003/361 e recepita in Italia con Decreto 18 aprile 2005.

*Le piccole e medie imprese, infatti, possono emettere categorie di quote fornite di diritti diversi e determinare il contenuto delle varie categorie anche in deroga al codice civile Le quote appartenenti a dette categorie aventi eguale valore e conferenti eguali diritti possono essere dematerializzate e, in tale caso, sono disciplinate dalla sezione I, Capo IV, del D.Lgs. nr. 58 del 24 febbraio 1998 (TUF), per la gestione centralizzata presso Monte Titoli degli strumenti finanziari.

* Quindi non può parlarsi di apertura al regime di dematerializzazione generalizzata, bensì riservata alle quote appartenenti alle categorie aventi eguale valore e conferenti eguali diritti, ovvero emesse in forma seriale e standardizzata. Una volta immesse nel sistema di gestione accentrata, le quote ricevono il medesimo trattamento giuridico di ogni altro strumento finanziario dematerializzato.

* Mutano le regole di legittimazione e circolazione e della legittimazione all'esercizio dei diritti sociali, rispetto a quello tradizionale. (6) Con l'introduzione necessitata degli intermediari autorizzati. In particolare il trasferimento si effettua mediante scritturazione sui conti destinati a registrarne i movimenti da parte di Monte Titoli su istruzione delle Banche autorizzate ed è documentato da un'operazione di giro che consiste in un addebito e relativo accredito nei conti dei soggetti coinvolti. La circolazione scritturale è pertanto una circolazione protetta che avviene solo attraverso intermediari autorizzati e sulla base di un legittimo titolo.

**Allo stesso modo la legittimazione all'esercizio dei diritti legati alla quota avviene esclusivamente mediante le certificazioni rilasciate e le comunicazioni effettuate dall'intermediario autorizzato, tipiche del sistema della gestione accentrata. La Dematerializzazione è quindi uno strumento di semplificazione sicura e di riduzione di costi ed oneri per l'investitore. Nell'ambito delle novità introdotte, si segnala l'inserimento del nuovo comma 2-quater, all'articolo 26 del decreto-legge 18 ottobre 2012, n. 179, convertito, con modificazioni, dalla legge 17 dicembre 2012, n. 221, il quale stabilisce l'obbligatorietà per le PMI che optano per la dematerializzazione delle proprie quote societarie, di mantenere aggiornato il libro dei soci. Tale registro dovrà contenere, per le quote non emesse in forma scritturale, l'identificazione dei soci, l'entità della partecipazione detenuta da ciascuno, i versamenti effettuati su tali partecipazioni, nonché eventuali cambiamenti relativi all'identità dei soci. Questa disposizione rafforza la trasparenza e la tracciabilità delle partecipazioni*

societarie, costituendo un ulteriore strato di sicurezza e affidabilità nel contesto della dematerializzazione delle quote.

(7) il sistema pubblicitario deve tenere conto del fatto che le quote dematerializzate su cui può applicarsi il pegno possessorio sono valori mobiliari regolati dalla legge italiana ammessi alla negoziazione o negoziati in una sede di negoziazione italiana o di altro Paese dell'Unione europea con il consenso dell'emittente possono esistere solo in forma scritturale. E precisamente: 1-bis. L'obbligo di cui al comma 1 può essere assolto tramite emissione diretta o immissione, in regime di dematerializzazione, presso un depositario centrale stabilito nel territorio della Repubblica, o presso un depositario centrale autorizzato alla prestazione transfrontaliera dei servizi nel territorio della Repubblica, ai sensi dell'articolo 23 del regolamento (UE) n. 909/2014.2. Il regolamento indicato dall'articolo 82, comma 2, può prevedere che siano assoggettati alla disciplina della presente sezione anche strumenti finanziari non aventi le caratteristiche indicate al comma 1, al fine di agevolarne la circolazione.. L'emittente strumenti finanziari diversi da quelli di cui al comma 1 può volontariamente assoggettarli al regime di dematerializzazione presso un depositario centrale stabilito nel territorio della Repubblica, secondo la disciplina della presente sezione Per L'introduzione delle categorie di quote crea delle problematiche di carattere sistematico, in ordine alla costituzione di assemblee speciali e all'approvazione delle delibere dei soci che possono incidere sui diritti incorporati nelle quote. Pare opportuno l'inserimento, nello statuto, di una clausola che richiami la disciplina prevista nelle s.p.a.: in tal senso E. Fregonara, *L'equity based crowdfunding: un nuovo modello di finanziamento per le start up innovative*, in *Giurisprudenza Italiana*, 2016, p. 2287

(8) In deroga a quanto previsto dall'articolo 2468, primo comma, del codice civile, le quote di partecipazione in società a responsabilità limitata possono costituire oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari, anche attraverso le piattaforme di crowdfunding, nei limiti previsti dal regolamento (UE) 2020/1503. In alternativa a quanto stabilito dall'articolo 2470, secondo comma, del codice civile e dall'articolo 36, comma 1-bis, del decreto-legge 25 giugno 2008, n. 112, convertito, con modificazioni, dalla legge 6 agosto 2008, n. 133, nonché, limitatamente alle quote rappresentative del capitale di piccole e medie imprese, dall'articolo 26, comma 2-bis, del decreto-legge 18 ottobre 2012, n. 179, convertito, con modificazioni, dalla legge 17 dicembre 2012, n. 221, per la sottoscrizione e per la successiva alienazione di quote rappresentative del capitale di società a responsabilità limitata: a) la sottoscrizione può essere effettuata per il tramite di intermediari abilitati alla prestazione di uno o più dei servizi di investimento previsti dall'articolo 1, comma 5, lettere a), b), c), c-bis), ed e); gli intermediari abilitati effettuano la sottoscrizione delle quote in nome proprio e per conto dei sottoscrittori o degli acquirenti che abbiano aderito all'offerta di crowdfunding; b) entro i trenta giorni successivi alla chiusura dell'offerta, gli intermediari abilitati depositano al registro delle imprese una certificazione attestante la loro titolarità di soci per conto di terzi, sopportandone il relativo costo; a tale fine, le condizioni di adesione pubblicate nella piattaforma di crowdfunding prevedono espressamente che l'adesione all'offerta di crowdfunding, in caso di buon fine della stessa e qualora l'investitore decida di avvalersi del regime alternativo di cui al presente comma, comporta il contestuale e obbligatorio conferimento di mandato agli intermediari incaricati affinché i medesimi: 1) effettuino l'intestazione delle quote in nome proprio e per conto dei sottoscrittori, tenendo adeguata evidenza dell'identità degli stessi e delle quote possedute; 2) rilascino, a richiesta del sottoscrittore o del successivo acquirente, una certificazione comprovante la titolarità delle quote; tale certificazione ha natura di puro titolo di legittimazione per l'esercizio dei diritti sociali, è nominativamente riferita al sottoscrittore, non è trasferibile, neppure in via temporanea né a qualsiasi titolo, a terzi e non costituisce valido strumento per il trasferimento della proprietà delle quote; 3) consentano ai sottoscrittori che ne facciano richiesta

di alienare le quote secondo quanto previsto alla lettera c);4) accordino ai sottoscrittori e ai successivi acquirenti la facoltà di richiedere, in ogni momento, l'intestazione diretta a sé stessi delle quote di loro pertinenza;

- b) l'alienazione delle quote da parte di un sottoscrittore o del successivo acquirente avviene mediante semplice annotazione del trasferimento nei registri tenuti dall'intermediario. Possono essere costituite categorie di quote che non attribuiscono diritti di voto o che attribuiscono diritti di voto in misura non proporzionale o con diritto di voto limitato a particolari argomenti o subordinato al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative (art. 26, 3° comma, del medesimo D.L.). La disposizione riecheggia il dettato dell'art. 2351 c.c., che disciplina le categorie di azioni nella s.p.a., ma non riproduce le limitazioni in esso previste, relativamente all'emissione di azioni con voto depotenziato o con voto plurimo. Ci si chiede se debba ipotizzarsi una applicazione del medesimo principio anche alla s.r.l. attesa la ratio normativa in calce. In realtà, i limiti di cui all'articolo 2351 c.c. sono giustificati dall'esigenza di evitare, nella s.p.a., un eccessivo squilibrio tra proprietà e controllo. Pertanto non necessariamente sono suscettibili di applicazione automatica nella s.r.l., connotata da una maggiore flessibilità nell'attribuzione del potere di nomina degli amministratori, anche quale diritto particolare al singolo socio, e nell'assegnazione del potere di amministrazione ai soci, indipendentemente dalla partecipazione detenuta. Già all'epoca della riforma 2017 si era invocata la c.d. svolta capitalistica. La presenza di differenti categorie di quote è il segnale della svolta più prettamente "capitalistica" della PMI in forma di s.r.l., in cui è possibile classificare i soci, sulla base degli interessi meramente economici-remuneratori o gestori sottesi alla partecipazione in società (ora ribaditi 1- è consentito alle PMI in forma di s.r.l. di compiere operazioni sulle proprie partecipazioni, a condizione che esse siano eseguite in attuazione a piani di incentivazione che prevedano l'assegnazione di quote di partecipazione a dipendenti, collaboratori o componenti dell'organo amministrativo, prestatori di opera e servizi anche professionali (art. 26, 6° comma, del D.L. 18 ottobre 2012 n. 179). Deroga questa all'art. 2474 c.c., giustificata da una precisa ragione. La disposizione non richiama le limitazioni nell'acquisto dettate per le s.p.a. dall'art. 2357 c.c. e ss., ma si ritiene che, per evitare fenomeni di annacquamento del capitale, connotati in tali operazioni, esse siano applicabili per analogia.; 3- l'offerta al pubblico le quote di PMI in forma di s.r.l., anche mediante portali online, come previsto dal combinato disposto degli art. 26, 5° comma, e 30 del D.L. 18 ottobre 2012 n. 179. Le disposizioni sottolineano la tendenza della PMI s.r.l. ad avvicinarsi ad un assetto tipicamente corporativo- finanziario di non scisso dalla possibilità di ricorrere pubblico risparmio.) sul punto cfr Le s.r.l. tradizionali hanno i minuti contati? Guida alle novità in materia di PMI Novità normative 21 Marzo 2018 Maria Rosaria Lenti FEDERNOTIZIE. CONTRA invece v., ad esempio, F. BRIZZI, S.r.l. PMI e offerta al pubblico di quote di partecipazione, Torino, 2022, 160 ss. .

Note: PARTE II

- [1] Per Il concetto di dematerializzazione non bisogna cadere in un equivoco tecnico. Dematerializzazione della quota non vuole dire "volatilizzazione della quota" tale da tracciarne il perimetro di un bene immateriale, Corpus quale tangi non possumus. La quota non ha una consistenza fisica. La dematerializzazione dorme o debole che sia attiene al trasferimento scritturale, che nel caso della Legge Capitali ne produce una assimilazione empirica sempre più tendenziale ad una struttura para -azionaria
- [2] Per STUDIO DEL C.N.N. » Impresa Numero 42-2024/I del 28 MARZO 2024 LA DEMATERIALIZZAZIONE DELLE PARTECIPAZIONIDI SOCIETA' A RESPONSABILITA' LIMITATA (ART. 3 L. 21/2024) CIAN Marco .

- [3] Per CIAN, op. cit. L’art. 3 del DDL Capitali, rubricato “Dematerializzazione delle quote di piccole e medie imprese”, modifica l’art. 26 del Decreto Legge n. 179/2012 convertito con Legge n. 221/2012, aggiungendovi i commi 2-bis, 2-ter, 2-quater. La novella prevede che le quote di una società a responsabilità limitata possano essere emesse in forma dematerializzata ai sensi dell’art. 83-bis del TUF, ossia senza certificato materiale rappresentativo della proprietà del titolo, affinché esistano solo sotto forma di registrazioni contabili e superando, quindi, la necessità di emettere fisicamente titoli cartacei.
- [4] Attraverso l’introduzione della dematerializzazione degli strumenti finanziari si è attuato un sistema mirante alla soppressione del certificato cartaceo. Secondo le direttive ufficiali reperibili sul sito stesso della Borsa Italiana alla voce “Dematerializzazione”, si può osservare come questa consista nella trasformazione del certificato cartaceo in una scrittura contabile su di un registro elettronico. La dematerializzazione può assumere differenti forme: si parla di dematerializzazione impropria quando essa è limitata alla semplice fase di circolazione, mentre si parla di vera dematerializzazione quando vi è la soppressione totale del documento. La disciplina relativa alla dematerializzazione è stata introdotta nell’ordinamento italiano con il D.Lgs. 213/1998, secondo il quale "... Gli strumenti finanziari negoziati o destinati alla negoziazione sui mercati regolamentati non possono essere rappresentati da titoli..." (art. 28): gli strumenti, cioè, non sono più incorporati in certificati fisici, ma sono rappresentati da iscrizioni nei conti di una banca o di un altro intermediario finanziario abilitato (società di gestione accentrata). Per ciascuna emissione di strumenti finanziari l'emittente deve scegliere un'unica società di gestione accentrata la quale aprirà, per ciascuna emissione, un conto a nome dello stesso emittente. Per tale via i risparmiatori non corrono più il rischio di subire il furto dei propri titoli oppure di entrare in possesso di titoli falsi e al In Italia Monte Titoli svolge le funzioni di depositario centrale di strumenti finanziari (dematerializzati e non) nonché di gestore dei servizi di liquidazione e regolamento delle operazioni in titoli, sotto la vigilanza della Banca d'Italia e della Consob. La quasi totalità dei titoli accentrati è gestita in forma dematerializzata; i titoli ancora rappresentati in forma cartolare sono raggruppati in certificati di grosso taglio (certificati globali o maxi certificati). Ai servizi offerti da Monte Titoli possono accedere operatori italiani e esteri, siano essi intermediari, emittenti o istituzioni di clearing e settlement.
- [5] Per L’art. 3 del D.L. 25/2023 “Decreto Fintech” ha un ruolo centrale nella riforma del mercato finanziario italiano, poiché attribuisce alla Consob il potere di ampliare la definizione di “strumento finanziario digitale” per includere le quote di Società a Responsabilità Limitata (S.r.l.). Questa modifica legislativa è stata ispirata dalle raccomandazioni del Libro Verde sulla competitività dei mercati finanziari, presentato dal Ministero dell’Economia nel 2022. Questo cambiamento normativo è significativo poiché consente di adattare il quadro regolamentare alle nuove esigenze del mercato, promuovendo al contempo l’innovazione nel settore finanziario, per la piena digitalizzazione serve essere più lungimiranti e abbracciare tecnologie di carattere cd “disruptive” quali la blockchain, di carattere pubblica e permissionless, innescando di fatto il processo di tokenizzazione.
- [6] In questo momento, appena introdotta la Legge Capitali, assistiamo ad un regime di coesistenza conservativa delle varie tipologie di quote. La tesi della conservazione, al vertice del sistema delle società di capitali, di una distinzione tra s.p.a. e s.r.l. pur dotate di quote speciali, fondata sulla necessaria presenza in queste ultime di partecipazioni a “socialità” piena ; e allora anche fondata sulla presenza di partecipazioni a circolazione non cartolare, in ossequio al principio consacrato nell’art. 2468. Si aggiunga che il nuovo co. 2- quater, nell’imporre la tenuta del libro soci alle società che abbiano avviato proprie quote a tali sistemi, distingue le relative modalità redazionali, in funzione del fatto che si tratti delle quote emesse in forma scritturale o di quelle emesse in forma diversa.

[7] Per storicizzare la trasformazione dell'emissione e della circolazione dei titoli su supporto cartaceo in titoli virtuali, cioè in scritture contabili presso un intermediario o una società di gestione accentrata bisogna tornare al 1986 con la costituzione della Monte Titoli (l.19.6.1986 n.289) limitata alla circolazione (dematerializzazione in senso debole). I titoli erano materialmente subdepositati dall'intermediario nella Monte Titoli rendendo possibile così il trasferimento giuridico degli strumenti finanziari attraverso semplici movimentazioni contabili svincolate dal trasferimento materiale del titolo (il titolo esiste fisicamente, ma non circola, o meglio circola in modo virtuale, mediante scritturazioni contabili). La dematerializzazione è regolamentata dal titolo V del d.lg. 1998/213 e dal regolamento di attuazione Consob, Essa è obbligatoria per legge per tutti gli strumenti negoziati o negoziabili nei mercati regolamentati, obbligatoria per regolamento per quegli strumenti non quotati nei mercati regolamentati ma riconosciuti a larga diffusione tra il pubblico in forza del regolamento di attuazione Consob e volontaria, rimessa alla decisione dell'emittente nei casi in cui essa non è obbligatoria (art. 28 del d.lg. 24.6.1998 n. 213). Le categorie predette di strumenti finanziari non possono più essere rappresentate da titoli cartacei ai sensi e per gli effetti della disciplina di cui al Titolo V, Libro IV del Codice Civile. La dematerializzazione, per i titoli in gestione accentrata e non, è disciplinata: a) dalle disposizioni generali del Titolo V, sez. I del d.lg. 1998/213 (sull'introduzione dell'euro); b) dal Titolo III, capo V del regolamento contenuto nella deliberazione Consob 23.12.1998 n. 11768, recante norme attuative sia del TUF, sia del d.lg. 1998/213. I diritti connessi alle azioni, come a qualunque altro strumento finanziario in deposito, risultano registrati (art. 47 reg. Consob 1998/11768) presso la società di gestione accentrata ovvero, se non sono immessi in un sistema di gestione accentrata, presso l'intermediario (art. 48 reg. Consob). Ai sensi dell'art. 30, comma 1 del reg. Consob, la società di gestione accentrata comunica alle società emittenti le specifiche numeriche degli strumenti finanziari nominativi ad essa girati. Per il rilascio di qualunque certificazione (art. 33 i soggetti legittimati devono avanzare all'intermediario una richiesta contenente: a) il nominativo del richiedente; b) la quantità di strumenti finanziari per i quali si richiede la certificazione; c) l'indicazione del diritto che si intende esercitare; d) ove si tratti di un diritto esercitabile in assemblea, la data ed il tipo dell'assemblea. Il processo di dematerializzazione è stato promosso dall'intensificazione dell'attività di compravendita verificatasi negli anni recenti, oltre che dalla necessità di risolvere tutta una serie di problemi legati alle modalità di negoziazione e trasferimento di valori mobiliari. In Italia ha condotto alla creazione di un ente di clearing, la Monte Titoli spa, che garantisce, attraverso semplici scritturazioni contabili, il trasferimento di tali diritti, assommando presso di sé la doppia figura di depositario fiduciario e di esecutore materiale degli ordini di trasferimento. Il d.lg. 24.6.1998 n.213 per l'introduzione dell'euro nel nostro paese ha disposto la dematerializzazione dei titoli di Stato e di altri strumenti finanziari.

[8] Per CIAN, op. cit

[9] Per CIAN, op. cit.

[10] Per CIAN, op. cit.

Note: PARTE III

[1] Il D.Lgs. 12 gennaio 2019, n. 14, recante il nuovo Codice della Crisi di Impresa e dell'Insolvenza, è intervenuto (anche) sulla disciplina della società a responsabilità limitata, con l'obiettivo di rafforzarne gli assetti organizzativi ed i sistemi di controllo, nell'ottica di

consentire una efficace, completa, puntuale e tempestiva rilevazione dei segnali di crisi del modello societario ad oggi più diffuso nel tessuto economico nazionale

[2] Federnotizie “Nuovi assetti organizzativi societari e Codice della crisi d’impresa” *Approfondimento giuridico, Novità normative Pubblicato il 29 Maggio 2019 da Redazione Federnotizie* a cura di DARIO LATELLA Professore di Diritto Commerciale Università degli Studi di Messina

[3] DARIO LATELLA Cit.

[4] DARIO LATELLA Cit.

[5] DARIO LATELLA Cit.

[6] DARIO LATELLA Cit.

[7] Testualmente. “In forza del recepimento della Raccomandazione n. 2014/135/UE della Commissione del 12 marzo 2014, che ha fissato il duplice obiettivo: *i*) di garantire alle imprese sane in difficoltà finanziarie l’accesso a regole che permettano di ristrutturarsi in una fase precoce; e *ii*) di dare una seconda opportunità agli imprenditori onesti (contenuti presenti anche nella proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio del 22 novembre 2016 in tema di ristrutturazione preventiva), operando sulle categorie professionali una traslazione quasi meccanica del ruolo di controllo del rischio di crisi”. Così gli Autori citati. E in particolare DARIO LATELLA.

[8] Cfr nota precedente con nel dettaglio (DARIO LATELLA Cit.) i segmenti della scansione c.d. di allerta crisi di impresa, attraverso i consulenti preposti dal punto di vista consulenziale esterno (art. 6 CCI, sulla prededucibilità dei crediti professionali); cariche a rilevanza organizzativa interna (artt. 12, 14 CCD); ruoli di carattere para-giurisdizionale nell’organismo di composizione della crisi e nei relativi collegi (artt. 17, 18, 68 CCD); incarichi di gestione delle procedure di crisi e di insolvenza, quali curatore, commissario giudiziale e liquidatore (artt. 5, co. 2 sui criteri di trasparenza, rotazione, efficienza; e poi 356, 357, 358 CCI su incarico del debitore, funzioni di carattere peritale finalizzate alla redazione di attestazioni e/o valutazioni, rispetto alle quali è assicurato: la previsione espressa dell’obbligo di iscrizione all’albo dei gestori della crisi e insolvenza delle imprese; dell’obbligo di iscrizione nel registro dei revisori legali; del possesso dei requisiti di cui all’art. 2399 c.c. sulle cause di incompatibilità dei sindaci; del divieto di essere legato all’impresa o ad altre parti interessate all’operazione di regolazione della crisi da rapporti di natura personale o professionale. Così come, nel caso di associazione professionale, dal divieto, per i soggetti con i quali il professionista è eventualmente unito, di aver prestato negli ultimi cinque anni attività di lavoro subordinato o autonomo in favore del debitore, o di essere stati membri degli organi di amministrazione o controllo dell’impresa, o ancora di aver posseduto partecipazioni in essa; un presidio di deterrenza da condotte illecite (art. 342, co. 1), costituito dalla fattispecie penale sulla falsità in attestazioni e relazioni, punita con la reclusione da due a cinque anni e la multa da 50 mila a 100 mila euro.

[9] Così testualmente cfr. nt.1 DARIO LATELLA cit,

[10] DARIO LATELLA cit

[11] DARIO LATELLA cit.

[12] Si veda ad esempio l’art. 2257cc. comma 2° c.c., in un sistema di amministrazione disgiuntiva, attribuisce a tutti i soci il potere di decidere sul veto opposto da un amministratore dissenziente sull’atto di gestione deciso – ma non ancora compiuto – da altro amministratore; i soci accomandanti possono, ex art. 2320 c. 1° c.c., trattare e concludere affari in forza di procura speciale; le competenze *esclusive* degli amministratori di s.r.l. sono limitate dall’art. 2475 c. 5° c.c. alla redazione del progetto di bilancio e dei progetti di fusione e di scissione, oltre all’aumento di capitale sociale delegato ex art. 2481-*bis* c.c.; anche nella s.r.l., l’art. 2475 c. 3° c.c. consente l’introduzione per via statutaria del criterio di amministrazione disgiuntiva, con la

conseguente attribuzione ai soci del potere di decidere sul veto ex art. 2257 c. 2° c.c.; l'art. 2468 c. 3° c.c. permette di attribuire a "singoli soci" particolari diritti riguardanti (anche) "l'amministrazione"; l'art. 2479 c. 1° c.c. attribuisce ai soci la decisione «sulle materie riservate alla loro competenza dall'atto costitutivo, nonché sugli argomenti che uno o più amministratori o tanti soci che rappresentano almeno un terzo di capitale sociale sottopongono alla loro approvazione», con l'unica riserva di competenza prevista dal menzionato art. 2475 c. 5° c.c.; l'art. 2476 c. 7° c.c. contempla la responsabilità, in solido con gli amministratori, dei soci che abbiano «intenzionalmente deciso il compimento di atti dannosi», dove questi "atti" ben possono riguardare la gestione dell'impresa sociale.

[13] DARIO LATELLA cit.

[14] Andrea Vincenti, Visiting Professor presso l'International University of Gorazde *Il Diritto Fallimentare e delle Società Commerciali "di Giappichelli 2021" "La s.r.l. alla luce del nuovo codice della crisi di impresa e dell'insolvenza: possibile "calo del desiderio" nei confronti del modello ad oggi più diffuso* "

[15] Andrea Vincenti, cit.

[16] Andrea Vincenti. Cit. magari prevedendo la contitolarità pro indiviso di un'unica quota, i cui diritti connessi verrebbero così esercitati per il tramite di un rappresentante comune (magari suggerito dagli amministratori della società) o, addirittura, prevedendo in statuto una compressione, per talune categorie di quote, del diritto di controllo sancito dall'art. 2476, 2° comma, c.c., clausola ammessa da una recente massima dei notai di Milano

[17] Tra queste ci sono le novità che riguardano la disciplina della composizione negoziata e le relative modalità di accesso, il ruolo dell'esperto, il sistema di allerta precoce e il rapporto banca impresa. Inoltre, le nuove norme contemplano anche regole per facilitare l'accesso agli strumenti di regolazione della crisi d'impresa, come il concordato preventivo e la liquidazione controllata, prevenendo eventuali abusi. Un grafico illustra quali sono le principali novità del decreto Correttivo ter per facilitare il risanamento dell'impresa e la continuità aziendale. Si tenga presente che in prima approssimazione dispiega una rilevanza ancora da verificare, la seguente circostanza:

Il decreto correttivo ter al Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza ha apportato diverse modifiche alla disciplina della crisi d'impresa, tra cui lo stralcio dei debiti fiscali e previdenziali, la composizione negoziata della crisi, la prededucibilità dei crediti professionali e importanti interventi sulle procedure di sovraindebitamento. La composizione negoziata è uno strumento previsto dalla legge italiana per consentire alle imprese in difficoltà finanziaria di trovare un accordo con i propri creditori, evitando così il fallimento. L'obiettivo è quello di risanare l'impresa e di consentirle di continuare l'attività.

Il decreto correttivo ter ha introdotto importanti novità nella disciplina della composizione negoziata.

Per accedere a questa procedura è fondamentale seguire i seguenti passaggi:

- verifica della sussistenza dei presupposti: l'impresa deve trovarsi in una situazione di crisi o di insolvenza, ovvero non essere in grado di far fronte regolarmente alle proprie obbligazioni.
- redazione del piano di risanamento: l'imprenditore deve predisporre un piano di risanamento dettagliato, che illustri le cause della crisi, le misure correttive da adottare e le prospettive di risanamento dell'impresa.
- nomina dell'esperto: l'imprenditore deve nominare un esperto indipendente, che avrà il compito di verificare la fattibilità del piano di risanamento e di assistere le parti nella negoziazione.
- convocazione dei creditori: l'esperto convocherà i creditori per presentare il piano di risanamento e avviare la negoziazione.

- conseguimento dell'accordo: se i creditori accettano il piano di risanamento, si raggiunge un accordo che dovrà essere omologato dal tribunale.

Il terzo correttivo, oltre a rispondere agli impegni assunti con il PNRR e a chiarire dubbi interpretativi, introduce una serie di modifiche sostanziali al codice della crisi. Si tratta di un intervento ampio e profondo, che va ben oltre un semplice aggiornamento normativo, incidendo significativamente sulle diverse procedure previste.

In particolare, si sottolinea come il nuovo codice, con l'obiettivo di favorire la continuità aziendale e di superare la connotazione negativa del "fallimento", richieda una profonda trasformazione culturale.

Questa trasformazione passa anche attraverso una rivisitazione del profilo e dei compiti dei professionisti coinvolti.

Le principali novità riguardano:

- formazione e indipendenza: viene posta una forte enfasi sulla formazione continua dei professionisti (attestatori, curatori, commissari giudiziali, liquidatori) e sulla loro indipendenza di giudizio, intesa come assenza di conflitti di interesse con il debitore.
- criteri di selezione: i criteri per la nomina dei professionisti sono stati resi più rigorosi, privilegiando l'esperienza e la capacità di gestire procedure complesse.
- potenziamento del ruolo dell'esperto: l'esperto nella composizione negoziata assume un ruolo sempre più centrale, con maggiori responsabilità e poteri.
- rafforzamento dell'Organismo di Composizione della Crisi (OCC): l'OCC vede potenziate le proprie funzioni, soprattutto nel concordato minore, dove dovrà esprimere pareri più dettagliati e approfonditi.

Il legislatore, con il correttivo, ha ridefinito i rapporti tra imprese in difficoltà e banche, intervenendo sugli articoli 16 e 18.

Le modifiche mirano a bilanciare gli interessi delle imprese in difficoltà e delle banche, garantendo un accesso più agevole alla composizione negoziata e chiarendo le regole per la gestione dei rapporti creditizi.

Il correttivo introduce nuove regole per facilitare l'accesso agli strumenti di regolazione della crisi, come il concordato preventivo e la liquidazione controllata, al tempo stesso prevenendo eventuali abusi.

Il legislatore in merito ha previsto le seguenti misure: - proroga dei termini: l'articolo 44 permette di prorogare i termini

[18] Per una rassegna preliminare in ordine alla dottrina di settore v. A. DACCÒ, in *Diritto commerciale*, a cura di M. CIAN, III, Torino, 2024, 722 s.; M. NOTARI, *Diritti "particolari" dei soci e categorie "speciali" di partecipazioni*, in AGE, 2003, 337; G. SANTONI, *Le quote di partecipazione*, in G. Santoni – F. Briolini – G. M. Buta – F. ACCETTELLA, *Le società a responsabilità limitata*, Torino, 2022, 95. G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, in Codice civile, Commentario fondato da P. Schlesinger e diretto da F. D. Busnelli, Milano, 2010, sub art. 2468, 506 ss.; L. A. BIANCHI - A. FELLER, in Commentario alla riforma delle società, diretto da P. G. Marchetti - L. A. BIANCHI - F. GHEZZI - M. NOTARI, *Società a responsabilità limitata* (a cura di L. A. Bianchi), Milano, 2008, sub art. 2468, 310. M. SCIUTO, *Le quote di partecipazione*, in *Le società a responsabilità limitata*, a cura di C. Ibba – G. Marasà, I, Milano, Giuffrè, 2020, 517 ss. e L. Calvosa, (nt. 8), 709, nt. 11. Sull'argomento, fra tutti, si vedano anche: P. REVIGLIONE, *Il trasferimento della quota di società a responsabilità limitata. Il regime legale*, Milano, Giuffrè, 1998, 6 ss.; V. DE STASIO, *Trasferimento della partecipazione nella s.r.l. e conflitto tra acquirenti*, Milano, Giuffrè, 2008, 80 ss.; L. Di Nella, *Natura e divisibilità delle quote di partecipazione*, sub. art. 2468, in Commentario delle s.r.l., dedicato a G.B. Portale, a cura di A. Dolmetta e G. Presti,

Milano, Giuffrè, 2011, 270 ss. STUDIO DEL C.N.N. » Impresa Numero 42-2024/I del 28 MARZO 2024 LA DEMATERIALIZZAZIONE DELLE PARTECIPAZIONI SOCIETÀ A RESPONSABILITÀ LIMITATA (ART. 3 L. 21/2024) CIAN Marco .

Recentemente particolarmente illuminante Francesco BRIZZI *La dematerializzazione delle quote di S.r.l. PMI in Le Società* sezione Opinioni fascicolo 7/2024 in cui oltre ad essere concretizzata la mens legis dell'introduzione normativa si opta sull'interazione con gli effetti del c.d. Decreto Fintech (D.L. n.25/2023) qualora anche questo, sul profilo circolatorio divenisse una vera e propria fonte di disciplina della trasmissione della quota dematerializzata. L'operazione attuata dal legislatore collocata in una corretta prospettiva riveste, meno ambiti insoliti di quanto si possa supporre. Di fatto l'attrazione di investitori anche professionali è catalizzata dalla c.d. dematerializzazione forte.

Per la dottrina cfr. G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, Tomo primo, Milano, 2010, 501 s. Più in generale, sulla nozione di prodotto finanziario di cui al TUF, cfr., da ultimo, Consob, *Le offerte iniziali e gli scambi di cripto-attività*. Documento di consultazione, 19 marzo 2019, per la quale « gli investimenti di natura finanziaria ricompresi nella categoria dei prodotti finanziari sono le proposte di investimento che implicino la compresenza dei tre seguenti elementi: (i) impiego di capitale, (ii) promessa/aspettativa di rendimento di natura finanziaria e, (iii) assunzione di un rischio direttamente connesso e correlato all'impiego di capitale

[19] In realtà la rivoluzione che afferrisce al trasferimento della quota è un precipitato tecnico della progressiva distanziamento della quota dal suo titolare. La s.r.l. nasce in fatti come un trait d'union tra la società di persone e la società per azioni. Il c.d. regime della quota non è soltanto una chiave di lettura del trasferimento della stessa, che può essere sottoposta a vincoli, patti di prelazione diritti di sottoscrizione e quanto altro, ma rappresenta altresì lo stato di corrispondenza bi-univoca tra la quota e il suo titolare. A nostro avviso la Legge in commento compie un deciso balzo in avanti nel senso della distanziamento /eterogeneizzazione della quota dal suo titolare.

[20] Per Pegno non possessorio e quote di società a responsabilità limitata, in Rubrica [Approfondimento giuridico 26 Gennaio 2024 Redazione Federnotizie](#) a cura di Marco RESCHIGNA.

[21] Per Marco RESCHIGNA cit. la qualificazione giuridica della quota risente anche della prospettiva secondo cui viene condotta l'indagine. Il pegno non possessorio, anche se non oggetto di questa indagine permette di riflettere sulla "sostanza" della natura di quota.

[22] Per Pegno non possessorio e quote di società a responsabilità limitata, cfr. [Approfondimento giuridico 26 Gennaio 2024 Redazione Federnotizie](#) a cura di Marco RESCHIGNA.

[23] Per RUOTOLO – D. BOGGIALI, con ampi richiami in Quote di s.r.l. e natura di bene mobile registrato ai fini dell'usucapione (Trib. Milano, 22 dicembre 2017), Ufficio Studi CNN, Sentenze annotate, 13 giugno 2018, in www.notariato.it e per completezza a L. Calvosa, (nt. 8), 709, nt. 11.

[24] Un elemento da non sottovalutare è il dibattito se la quota possa essere oggetto di usucapione, M. MAGGIOLO, *Acquisto originario di quote in società a responsabilità limitata quali beni mobili registrati*, in *Nuovo dir. civ.*, n. 1, 2022, pp. 69 e ss., spec. pp. 72-77; ID., *Pegno non possessorio e pegno possessorio su quote di s.r.l.: i beni mobili registrati oppignorabili*, in *Giur. comm.*, n. 6, 2023, pp. 925-926; E. PEDERSOLI, *Sulla qualificazione della quota di s.r.l. come bene mobile registrato e l'applicazione dell'istituto dell'usucapione - il commento*, in *Società*, 2018, p. 418; C. RINALDO, *Usucapione e acquisto a non domino delle quote di partecipazione in società a responsabilità limitata*, in *Riv. dir. civ.*, 2017, p. 631. Con specifico riferimento alla legittimità del fondo patrimoniale sulla quota COMITATO

INTERREGIONALE DEI CONSIGLI NOTARILI DELLE TRE VENEZIE, Orientamento civilistico n. 14, reperibile al link <https://www.notaitriveneto.it/dettaglio-orientamenti-civilistici-248-strongelaborato-dalla-commissione-civile-2-coordinata-dai-notai-morandi-e-silva---fondo-patrimonialestrong.html#inizio>.

Già prima della riforma del 2009, S. CHIARLONI, *Il pignoramento di quote di società a responsabilità limitata si esegue ora tramite iscrizione nel registro delle imprese*, in *Giur. it.*, 1995, IV, pp. 153 e ss.; F. DI SABATO, *Riflessioni sparse sulla riforma del diritto societario*, in *Giur. comm.*, 2002, I, p. 679. In senso contrario, Cassazione civile sez. III, 16 maggio 2014, (ud. 29/01/2014, dep. 16/05/2014), n.10826, reperibile su www.dejure.it. Per una qualificazione della quota quale bene mobile, ma non iscritto in pubblico registro, App. Roma sez. III, 28 dicembre 2021, n.8529, reperibile su www.dejure.it. Per ulteriori posizioni giurisprudenziali, si veda E. LOFFREDO – G. RACUGNO, *Rassegna di giurisprudenza – Società a responsabilità limitata*, in *Giur. comm.*, n. 6, 2019, pp. 1188-1189.

[25] Per *Le Società*, 2018, 418 ss., con nota critica di E. Pedersoli. Di fatto, questi orientamenti dottrinali e notarili si forgiarono su di una base strettamente fattuale ed empirica, determinando in base al regime pubblicitario/rectius di opponibilità la idoneità della quota ad essere oggetto di vincolo.

[26] Per A. BUSANI, *Registro dei pegni*, (nt. 1), 19; *Id.*, *Pegno non possessorio*, (nt. 1), 2argomento si richiama anche la posizione della Commissione Civile del Consiglio Notarile del Triveneto che nell’Orientamento n. 14, in www.notaitriveneto.it

[27] *Le Società*, 2020, 689 ss., con nota di M. COSTANZA, in *Notariato*, 2020, 173 ss., con nota di M. Ferrari e F. Mottola Lucano, e in *Giur. it.*, 2020, 1679 ss., con nota di M.L. PASSADOR).

[28] Per il panorama delle piccole e medie imprese (PMI) e delle start-up italiane potrebbe vivere una trasformazione radicale grazie alla Legge Capitali, che prevede la dematerializzazione delle quote delle Società a Responsabilità Limitata (S.r.l.). In modo specifico bisognerebbe riflettere sulla modalità operativa prima ancora che sul risultato imprimibile dalla riforma. Sul piano tecnico la dematerializzazione ora impressa è “forte”. Si tratta di una procedura che consente di sostituire i documenti cartacei con equivalenti digitali, si applicherà alle quote societarie delle PMI-S.r.l., attribuendo loro un codice ISIN univoco. Ciò rappresenta un passo avanti significativo, poiché apre le porte a un mercato secondario finora inaccessibile a queste entità, facilitando le operazioni di compravendita e offrendo nuove opportunità di finanziamento. Sul punto vedi BRIZZI *Le Società*, cit. p. 786- 787 -788, che però per la presenza di coordinamento normativo interno, dovuti alla novella prodotta dalla legge Capitali, si finisce per non assicurare l’effetto espansivo di apertura delle PMI all’investimento. L’A. parla più che altro a pag. 789 di una timida apertura del legislatore europeo ad un mercato secondario della circolazione delle quote. E’ implicita una manovra di avvicinamento alla s.p.a. più con una “forma giuridica “che con una effettiva valenza economica. Secondo l’A., l’intent della Legge Capitali (BRIZZI *Le Società*, cit.p.791, sarebbe quello “di consentire alle quote di S.R.L. PMI di rivestire la forma scritturale e l’accesso al regime di gestione accentrata. E in secondo luogo quello di promuovere l’apertura dei mercati della S.R.L. PMI, attraverso un mercato secondario delle quote, onde incentivare l’investimento iniziale, con la prospettiva di una rapida mobilitazione della ricchezza, sia gli investimenti successivi, per l’ottimizzazione ed il consolidamento e crescita dell’impresa”. Questa operazione di sviluppo che l’A. (p.792) considera realizzabile seguendo il criterio di relatività funzionale, si rivolge in primo luogo ad operare su uno step di standardizzazione della quota sociale.

Ne deriva che il *ius novum* dall’art. 3 del D.L. 25/2023, c facoltizza la Consob a estendere la definizione di “*strumento finanziario digitale*” alle quote di S.r.l., in linea con le

raccomandazioni del *Libro Verde sulla competitività dei mercati finanziari*, presentato dal ministero dell'Economia nel 2022. La misura introduce una deroga al regime di circolazione delle partecipazioni previsto ordinariamente dall'art. 2470 c.c. (atto con sottoscrizioni autenticate da un notaio) e dall'art. 36 co. 1-bis del DL 112/2008 convertito (atto sottoscritto con firma digitale e iscritto nel Registro delle imprese attraverso l'intervento di intermediari autorizzati). In questo scenario, Monte Titoli assume un ruolo centrale come depositario per gli strumenti finanziari dematerializzati, garantendo un'efficace gestione della liquidazione e del regolamento delle transazioni commerciali con maggiore liquidità e trasparenza. Nell'ambito della recente riforma legislativa, le piattaforme di equity crowdfunding rivestono un ruolo di primaria importanza, avendo attivamente contribuito alla promozione e al sostegno di tale misura. La previsione è che tale normativa porterà a un significativo incremento della liquidità nel settore delle PMI italiane, favorendo pertanto la loro crescita e lo sviluppo economico nazionale. Questo impatto, particolarmente rilevante per il settore dell'equity crowdfunding, evidenzia il potenziale trasformativo della dematerializzazione delle quote S.r.l., atteso con grande ottimismo dalle piattaforme che operano in questo ambito. La dematerializzazione delle quote si traduce una chiave semplificativa di emissione e gestione delle quote societarie stesse. Si parla allora di gestione accentrata perché: *è facilitata la sottoscrizione delle quote e semplificate le operazioni di aumento di capitale, fondamentali per le startup e piccole e medie imprese in rapida crescita. * La c.d. trasmissione scritturale consente una maggiore efficienza nelle transazioni, facilitando lo scambio e la negoziazione delle quote societarie. Così anche BRIZZI *Le Società*, cit p.793. * Con le quote dematerializzate si integrano i presupposti per una futura quotazione in un mercato regolamentato attraverso l'International Securities Identification Number (ISIN) L'ISIN è infatti il codice riconosciuto a livello internazionale per l'identificazione degli strumenti finanziari sui mercati e nelle transazioni. Sul punto e sui pericoli di intersezione della normativa anche in una prospettiva de iure condendo BRIZZI *Le Società*, cit p.794-5; *L'attivazione della dematerializzazione delle quote avviene mediante l'attribuzione di un codice ISIN per ogni categoria di quota emessa e depositare gli strumenti finanziari presso un intermediario autorizzato. Per l'Italia il servizio di codifica ISIN è svolto dalla Banca d'Italia. Le quote dematerializzate vengono iscritte in base al proprio codice ISIN all'Anagrafe dei Titoli tenuto da Banca d'Italia che costituisce l'archivio delle informazioni anagrafiche sugli strumenti finanziari che gli intermediari creditizi e finanziari e le altre società segnalano alla Banca d'Italia.* L'effetto di categorizzazione ISIN imprime la dematerializzazione delle quote e trasforma le quote societarie in veri e propri strumenti finanziari e rende le quote più facili da trasferire e scambiare. Da un punto di vista strettamente operativo il ruolo di agente di intermediazione è svolto da private banker e i consulenti finanziari che possono così monitorare l'intero portafoglio dei clienti, inclusi gli asset illiquidi La possibilità di dematerializzare le quote è concessa alle sole PMI-S.r.l. ovvero alle società a responsabilità limitata rientranti nella categoria di PMI ai sensi della Raccomandazione europea nr. 2003/361 e recepita in Italia con Decreto 18 aprile 2005; *Le piccole e medie imprese, infatti, possono emettere categorie di quote fornite di diritti diversi e determinare il contenuto delle varie categorie anche in deroga al codice civile Le quote appartenenti a dette categorie aventi eguale valore e conferenti eguali diritti possono essere dematerializzate e, in tale caso, sono disciplinate dalla sezione I, Capo IV, del D. Lgs. nr. 58 del 24 febbraio 1998 (TUF), per la gestione centralizzata presso Monte Titoli degli strumenti finanziari; * Quindi non può parlarsi di apertura al regime di dematerializzazione generalizzata, bensì riservata alle quote appartenenti alle categorie aventi eguale valore e conferenti eguali diritti, ovvero emesse in forma seriale e standardizzata. Una volta immesse nel sistema di gestione accentrata, le quote ricevono il medesimo trattamento giuridico di ogni altro strumento finanziario dematerializzato; * Mutano le regole di legittimazione e circolazione e della

legittimazione all'esercizio dei diritti sociali, rispetto a quello tradizionale. Con l'introduzione necessitata degli intermediari autorizzati. In particolare il trasferimento si effettua mediante scritturazione sui conti destinati a registrarne i movimenti da parte di Monte Titoli su istruzione delle Banche autorizzate ed è documentato da un'operazione di giro che consiste in un addebito e relativo accredito nei conti dei soggetti coinvolti. La circolazione scritturale è pertanto una circolazione protetta che avviene solo attraverso intermediari autorizzati e sulla base di un legittimo titolo.; **Allo stesso modo la legittimazione all'esercizio dei diritti legati alla quota avviene esclusivamente mediante le certificazioni rilasciate e le comunicazioni effettuate dall'intermediario autorizzato, tipiche del sistema della gestione accentrata.* La Dematerializzazione è quindi uno strumento di semplificazione sicura e di riduzione di costi ed oneri per l'investitore. Nell'ambito delle novità introdotte, si segnala l'inserimento del nuovo comma 2-quater, all'articolo 26 del decreto-legge 18 ottobre 2012, n. 179, convertito, con modificazioni, dalla legge 17 dicembre 2012, n. 221, il quale stabilisce l'obbligatorietà per le PMI che optano per la dematerializzazione delle proprie quote societarie, di mantenere aggiornato il libro dei soci. Tale registro dovrà contenere, per le quote non emesse in forma scritturale, l'identificazione dei soci, l'entità della partecipazione detenuta da ciascuno, i versamenti effettuati su tali partecipazioni, nonché eventuali cambiamenti relativi all'identità dei soci. Questa disposizione rafforza la trasparenza e la tracciabilità delle partecipazioni societarie, costituendo un ulteriore strato di sicurezza e affidabilità nel contesto della dematerializzazione delle quote.

- [29]Per I.N.6 - (APPLICAZIONE DEL PRINCIPIO DELL'UNICITÀ DELLA PARTECIPAZIONE IN PRESENZA DI CATEGORIE DI QUOTE - 1° pubbl. 9/18 – motivato 9/19) Il principio dell'unicità della quota di partecipazione in s.r.l. deriva dal divieto di suddividere le partecipazioni in azioni contenuto nel comma 1 dell'art. 2468 c.c.
- [30]Per La riforma operata con il D.L. n. 50/2017 ha introdotto per le s.r.l.-PMI la possibilità di creare categorie di quote e di offrirle al pubblico ma non ha derogato al divieto di suddividerle in azioni, si pone dunque il problema di conciliare il principio dell'unicità della partecipazione in s.r.l. con la possibilità di creare categorie di quote.
- [31]Cfr. espressamente :”La possibilità di stabilire, mediante apposita previsione statutaria, la facoltà per il socio di una S.r.l. di “I.H.11 - (RECESSO PARZIALE - 1° pubbl. 9/05)” Per Cfr. *Il recesso parziale del socio di S.r.l. di Guido BEVILACQUA* – notaio, membro della Commissione Società del Comitato Interregionale dei Consigli Notarili delle Tre Venezie, co-responsabile del Centro Ricerche dell'associazione di cultura giuridica Insignum, in Rivista delle Operazioni Straordinarie Anno 2013. Il presente contributo è volto ad analizzare l'ammissibilità dell'introduzione, in uno statuto di S.r.l., della clausola che consenta il recesso parziale del socio, tanto nelle ipotesi di recesso legale, quanto nelle ipotesi di recesso convenzionale. In altri termini il Notariato del Triveneto si è chiesto se, nell'ambito delle S.r.l.-PMI, sia ammissibile che un socio eserciti il proprio diritto di recesso solamente per una determinata categoria di quote, escludendo l'esercizio dello stesso rispetto alle altre categorie di quote di cui è titolare, oppure se il diritto di recesso debba necessariamente essere esercitato per la totalità della partecipazione detenuta dal singolo socio (senza la possibilità di alcuna distinzione tra singole categorie di quote).
- [32]BRIZZI, *Le Società*, cit p. 796 riflette sull'efficacia sovversiva che viene apportata dalle reintroduzioni del libro soci quando opera la circolazione scritturale delle quote. In questo caso infatti si assisterebbe ad un depotenziamento del Registro imprese.
- [33]Nelle s.r.l. tutto questo è ancora vietato e, anche per le partecipazioni offerte sui portali telematici, non si verifica alcuna equiparazione tra quote di partecipazione e titoli di credito. È bene sottolineare che la regola della unitarietà della partecipazione di s.r.l. presuppone anche quella della assoluta e illimitata divisibilità della stessa in caso di trasferimenti inter vivos o

mortis causa (vedi orientamento I.I.35). Secondo impostazioni non più recenti del Triveneto sarebbero numerose sono le norme che il codice civile dedica alla s.r.l., che costituiscono applicazione del principio del divieto di suddividere le partecipazioni in titoli, di standardizzarle e renderle seriali e di sottostare ad una unità di misura predeterminata. e indivisibile.

- [34] Per questo motivo è necessario chiarire il concetto unitarietà della partecipazione frazionamento divisibilità della quota e procedura di standardizzazione della stessa della quota. Nelle s.r.l.-PMI si pone dunque il problema di comprendere come possa conciliarsi il principio dell'unitarietà della partecipazione con l'eventuale presenza di categorie di quote. Il principio dell'unitarietà della partecipazione è strettamente legato alla regola stabilita dall'art. 2468, comma 2, c.c. secondo la quale i diritti sociali spettano ai soci misura proporzionale alla partecipazione da ciascuno posseduta (salvi i diritti particolari di cui al comma 3). Nell'orientamento in commento si è quindi ritenuto di affermare che le partecipazioni che attribuiscono i medesimi diritti, cioè quelle che appartengono ad una stessa categoria, debbono essere considerate partecipazioni unitarie, mentre quelle che attribuiscono diritti diversi non possono essere confuse tra loro in un'unica partecipazione. Secondo l'orientamento in commento (motivazione), se il socio Tizio è contemporaneamente titolare di quote di categoria "A" e di quote di categoria "B", lo stesso non avrà un'unica partecipazione ma due partecipazioni unitarie, una per categoria, non confondibili tra di loro ma allo stesso tempo non suddivisibili al loro interno in unità di misura predeterminate o dotate di valore nominale esplicito.
- [35] Per "Focus e novità normative » Novità 14 Marzo 2024, Cnn Notizie *"Interventi a sostegno della competitività dei capitali e delega al governo per la riforma organica delle disposizioni in materia di mercati dei capitali"* di Boggiali Daniela.
- [36] Valori mobiliari regolati dalla legge italiana ammessi alla negoziazione o negoziati in una sede di negoziazione italiana o di altro Paese dell'Unione europea con il consenso dell'emittente possono esistere solo in forma scritturale.
- [37] Per l'introduzione delle categorie di quote crea delle problematiche di carattere sistematico, in ordine alla costituzione di assemblee speciali e all'approvazione delle delibere dei soci che possono incidere sui diritti incorporati nelle quote. Pare opportuno l'inserimento, nello statuto, di una clausola che richiami la disciplina prevista nelle s.p.a.: in tal senso E. Fregonara, *L'equity based crowdfunding: un nuovo modello di finanziamento per le start up innovative*, in *Giurisprudenza Italiana*, 2016, p. 2287.
- [38] In deroga a quanto previsto dall'articolo [2468](#), primo comma, del codice civile, le quote di partecipazione in società a responsabilità limitata possono costituire oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari, anche attraverso le piattaforme di crowdfunding, nei limiti previsti dal regolamento (UE) 2020/1503.
- [39] In deroga a quanto previsto dall'articolo [2468](#), primo comma, del codice civile, le quote di partecipazione in società a responsabilità limitata possono costituire oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari, anche attraverso le piattaforme di crowdfunding, nei limiti previsti dal regolamento (UE) 2020/1503. Il testo e la rubrica del presente articolo sono stati integralmente sostituiti dall'art. 1, comma 1, lettera d) del D. Lgs. 10 marzo 2023, n. 30, l'alinea del comma 2 è stato modificato dall'art. 3, comma 2 della L. 5 marzo 2024, n. 21. Così *Studio n.42-2024/I "LA DEMATERIALIZZAZIONE DELLE PARTECIPAZIONI DI SOCIETA' A RESPONSABILITA' LIMITATA (ART. 3 L. 21/2024) di Marco Cian*.
- [40] Possono essere costituite categorie di quote che non attribuiscono diritti di voto o che attribuiscono diritti di voto in misura non proporzionale o con diritto di voto limitato a particolari argomenti o subordinato al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative (art. 26, 3° comma, del medesimo D.L.). La disposizione riecheggia il dettato dell'art. 2351 c.c., che disciplina le categorie di azioni nella s.p.a., ma non riproduce le

limitazioni in esso previste, relativamente all'emissione di azioni con voto depotenziato o con voto plurimo. Ci si chiede se debba ipotizzarsi una applicazione del medesimo principio anche alla s.r.l. In realtà, i limiti di cui all'articolo 2351 c.c. sono giustificati dall'esigenza di evitare, nella s.p.a., un eccessivo squilibrio tra proprietà e controllo. Pertanto non necessariamente sono suscettibili di applicazione automatica nella s.r.l., connotata da una maggiore flessibilità nell'attribuzione del potere di nomina degli amministratori, anche quale diritto particolare al singolo socio, e nell'assegnazione del potere di amministrazione ai soci, indipendentemente dalla partecipazione detenuta. La disposizione non richiama le limitazioni nell'acquisto dettate per le s.p.a. dall'art. 2357 c.c. e ss., ma si ritiene che, per evitare fenomeni di annacquamento del capitale, connotati in tali operazioni, esse siano applicabili per analogia. L'offerta al pubblico le quote di PMI in forma di s.r.l., anche mediante portali on-line, come previsto dal combinato disposto degli art. 26, 5° comma, e 30 del D.L. 18 ottobre 2012 n. 179. Le disposizioni sottolinea la tendenza della PMI s.r.l. ad avvicinarsi ad un assetto tipicamente corporativo- finanziario di non scisso dalla possibilità di ricorrere pubblico risparmio.). Sul punto cfr "Le s.r.l. tradizionali hanno i minuti contati? Guida alle novità in materia di PMI [Novità normative 21 Marzo 2018](#) [Maria Rosaria Lenti](#) in *FEDERNOTIZIE*."

[41] Per CIAN, op.cit.

[42] Per CIAN, op. cit.

- [43]CONTRA invece v., ad esempio, F. BRIZZI, S.r.l. PMI e offerta al pubblico di quote di partecipazione, Torino, 2022, 160 ss. .dell'art. 83 quinquies TUF.1. Effettuata la registrazione, il titolare del conto indicato nell'articolo [83 quater](#), comma 3, ha la legittimazione piena ed esclusiva all'esercizio dei diritti relativi agli strumenti finanziari in esso registrati, secondo la disciplina propria di ciascuno di essi e le norme del presente titolo. Il titolare può disporre degli strumenti finanziari registrati nel conto in conformità con quanto previsto dalle norme vigenti in materia.
2. Colui il quale ha ottenuto la registrazione in suo favore, in base a titolo idoneo e in buona fede, non è soggetto a pretese o azioni da parte di precedenti titolari.
 3. Salvo quanto previsto all'articolo [83 sexies](#), la legittimazione all'esercizio dei diritti indicati nel comma 1 è attestata dall'esibizione di certificazioni o da comunicazioni all'emittente, rilasciate o effettuate dagli intermediari, in conformità alla proprie scritture contabili, in favore del soggetto a cui spetta il diritto e recanti l'indicazione del diritto sociale esercitabile, secondo quanto previsto dal regolamento di cui all'articolo [82](#), comma 2.
- [44]La deroga al principio di proporzionalità voto – partecipazione, con riferimento a tutti i soci o ad un singolo socio, nella forma del diritto particolare, era già ammessa dal Consiglio Notarile di Milano, massima n. 138 (13 maggio 2014); R. Guglielmo – M. Silva, I diritti particolari del socio. Ambito oggettivo di applicazione e fattispecie, Studio n. 242-2011/I, in Studi e materiali, 2012, p. 9.
- [45]Sul punto si contendono posizioni contrapposte. Per l'oggettivazione ante litteram dei diritti partecipativi nella quota A. ABU AWWAD, *Quote di partecipazione, categorie di quote e diritti particolari*, in *Trattato delle società*, diretto da V. Donativi, III, Milano, 2022, 236 ss.; per la tesi contraria M. CIAN, *S. r.l. PMI, s.r.l., s.p.a.: schemi argomentativi per una ricostruzione del sistema*, in *Riv. soc.*, 2018, part. 822 ss..Però già attenta dottrina aveva osservato che (Maria Rosaria Lenti, *Le s.r.l. tradizionali hanno i minuti contati? Guida alle novità in materia di PMI* Pubblicato il [21 Marzo 2018](#) su Federnotizie) al pari di ciò che accade nelle s.p.a., è quindi ammessa la standardizzazione delle partecipazioni delle PMI s.r.l. con evidente progressiva assunzione di eterogenità E' evidente l'allontanamento dalla disciplina della tradizionale società a responsabilità limitata. Ritorna ancora in conto il margine di operatività dell'art. 2468 c.c. . Questi vieta alle s.r.l. l'emissione di azioni, in quanto frazioni identiche e omogenee del capitale sociale, e attribuisce una enorme rilevanza all'identità e alla

figura del socio, quale criterio di ripartizione del capitale in quote e quale specifico e unico destinatario di particolari diritti.

- [46] MARIA ROSARIA LENTI, *Le s.r.l. tradizionali hanno i minuti contati? Guida alle novità in materia di PMI* Pubblicato il [21 Marzo 2018](#) su Federnotizie)
- [47] MARIA ROSARIA LENTI, *Le s.r.l. tradizionali hanno i minuti contati? Guida alle novità in materia di PMI* Pubblicato il [21 Marzo 2018](#) su Federnotizie)
- [48] L'ampliamento del perimetro di applicazione del crowdfunding a tutte le PMI (prima era previsto per le sole start-up innovative e per le PMI innovative in forma di s.r.l.) è connessa all'esigenza di agevolare anche le imprese tradizionali, le quali possono beneficiare di canali alternativi di finanziamento, come il crowdfunding, in questo momento di crisi economico- finanziaria.
- [49] La dottrina in commento osserva che non resta che evidenziare come, in questo suo ultimo intervento, il legislatore sembra aver dimenticato i propositi della riforma societaria del 2003.
- [50] MARIA ROSARIA LENTI, *Le s.r.l. tradizionali hanno i minuti contati? Guida alle novità in materia di PMI* Pubblicato il [21 Marzo 2018](#) su Federnotizie)
- [51] Mentre nel 2017 il legislatore intendeva spogliare la s.r.l. delle vesti di una piccola s.p.a., per strutturarla come una società di capitali molto vicina alle società di persone, ora il legislatore è ritornato sui suoi passi e ha nuovamente assottigliato i confini tra s.r.l. e s.p.a.
- [52] Per I.N.6 del Comitato Notarile del Triveneto; in dottrina, M. SCIUTO, *Le quote di partecipazione*, in *Le società a responsabilità limitata*, a cura di C. IBBA G. MARASÀ, I, Milano, 2020, part. 548 ss.
- [53] Per CIAN, op.cit.
- [54] Per CIAN, op.cit.
- [55] Per Cfr. S. FORTUNATO, *La società a responsabilità limitata*, cit., 117 s.; M. CIAN S. r.l. PMI, s.r.l., s.p.a.: *sch4emi argomentativi per una ricostruzione del sistema*, in *Riv. soc.*, 2018, part. 822 ss. Opinione non condivisa da , A. ABU AWWAD, *Quote di partecipazione, categorie di quote e diritti particolari*, in *Trattato delle società*, diretto da V. Donativi, III, Milano, 2022, 236 ss.;
- [56] Per CIAN, op.cit.
- [57] Per CIAN op.cit
- [58] Per Il concetto di dematerializzazione non bisogna cadere in un equivoco tecnico. Dematerializzazione della quota non vuole dire "volatilizzazione della quota" tale da tracciarne il perimetro di un bene immateriale, Corpus quale tangi non possumus. La quota non ha una consistenza fisica. La dematerializzazione dorme o debole che sia attiene al trasferimento scritturale, che nel caso della Legge Capitali ne produce una assimilazione empirica sempre più tendenziale ad una struttura para –azionaria

SEZIONE II

IL PROFILO ATTUATIVO DELLA LEGGE CAPITALI E LA C.D. RIFORMA DEL TUF.

LEGGE 5 MARZO 2024 N. 21 (C.D. “LEGGE CAPITALI”)

1. LA RATIO DEI PROVVEDIMENTI DEL CDM E L’INIZIO DELL’ERA DI ATTUAZIONE DEL C.D. INTERLOCKING

In data 8 ottobre 2025 il Consiglio dei ministri ha approvato lo schema di decreto legislativo recante l’attuazione della delega di cui all’art. 19 della legge 5 marzo 2024 n. 21 (c.d. “Legge Capitali”) per la revisione:

- i. delle disposizioni in materia di mercati dei capitali previste dal decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 (“TUF”); e
- ii. delle disposizioni in materia di società di capitali contenute nel Codice civile applicabili anche agli emittenti (“Schema TUF”).

Lo Schema TUF è basato sui seguenti principi e linee direttrici e mira a razionalizzare e coordinare il TUF e il Codice civile al fine di assicurare una maggior coerenza e semplificazione delle fonti normative e per eliminare o razionalizzare gli obblighi o divieti non previsti dall’ordinamento dell’Unione europea e non giustificati sulla base di interessi meritevoli di tutela, provvedendo, altresì, a correggere eventuali disfunzioni riscontrate. Detti principi e linee direttrici sono, più precisamente:

*favorire l’accesso delle imprese al capitale di rischio con particolare riguardo ai mercati regolamentati;

*favorire l’accesso delle piccole e medie imprese a forme alternative di finanziamento e la canalizzazione degli investimenti verso le imprese;

*rendere le imprese maggiormente attrattive per gli investitori internazionali;

*aumentare la competitività del mercato nazionale semplificando e razionalizzando la disciplina degli emittenti e le regole del governo societario anche tenendo conto delle regole previste dai codici di autodisciplina;

*facilitare il finanziamento dell’impresa in tutte le sue fasi di crescita, ivi incluso il passaggio dalla quotazione nei mercati non regolamentari a quella nei mercati regolamentati;

*rivedere le regole in materia di attività di investimento privato per favorirne la massima diffusione, anche ampliando il novero delle forme societarie ammissibili ai fini del servizio di gestione collettiva del risparmio, garantendo la correttezza e l’adempimento degli obblighi informativi a tutela degli investitori;

*prevedere il riordino, il coordinamento e l’aggiornamento della disciplina in materia di servizi e attività di investimento, ivi inclusi gli obblighi informativi e la disciplina dei contratti e in materia di appello al pubblico risparmio, con particolare riguardo alle offerte al pubblico di titoli e alle offerte pubbliche di acquisto e scambio;

*contemperare il livello degli oneri amministrativi imposti alle imprese con l’esigenza di assicurare l’efficienza, l’efficacia e la rilevanza dei controlli;

*assicurare un sistema coerente e integrato dei controlli interni, eliminando sovrapposizioni o duplicazioni nelle funzioni e strutture di controllo e individuando, altresì, adeguate forme di coordinamento e di scambio di informazioni per un più efficace contrasto delle irregolarità rilevate;

*razionalizzare la disciplina sulla tutela della concorrenza e sulle partecipazioni personali incrociate nei mercati del credito e finanziari, prevista dall’articolo 36 del decreto-legge 6 dicembre 2011, n. 201, convertito, con modificazioni, dalla legge 22 dicembre 2011, n. 214 (c.d. *interlocking*), al fine della riduzione e del contenimento degli oneri conseguenti in capo agli operatori, anche valutandone la soppressione;

2. LA DISCIPLINA DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI

Tanto premesso, la presente nota descrive le principali modifiche introdotte dallo Schema TUF aventi maggiore impatto sulla disciplina e operatività degli intermediari. Si precisa che l’analisi si colloca in un contesto ancora in evoluzione, poiché il testo dello Schema TUF è attualmente al vaglio delle Commissioni parlamentari e potrà subire modifiche nel corso dell’*iter* di approvazione, con potenziali effetti sull’impianto complessivo della riforma.

Lo *ius novum* del TUF introduce, nell’ambito della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio e innovando rispetto alla Legge Capitali, la distinzione tra:

- “*gestore autorizzato*”, tra cui rientrano la Sgr autorizzata, la Sicav in gestione interna autorizzata, la Sicaf in gestione interna autorizzata, la Società di partenariato in gestione interna autorizzata, il gestore di ELTIF, il gestore di FCM, nonché i gestori di fondi EuVECA disciplinati ai sensi del regolamento (UE) 345/2013 e i gestori di fondi EuSEF disciplinati ai sensi del regolamento (UE) 346/2013, italiani (art. 1, co. 1, TUF la lett. *q-bis.1*) del TUF);
- “*gestore di FIA sotto soglia registrato*” (GEFIA sotto soglia registrato), tra cui rientrano la società di gestione del risparmio sotto soglia registrata, la Sicaf sotto soglia registrata e la società di partenariato sotto soglia registrata (art. 1, co. 1, TUF la lett. *q-bis.1*) del TUF).

Si prevede:

*, con riferimento ai GEFIA sotto soglia registrati, un regime regolamentare e di vigilanza più snello, al fine di favorire lo sviluppo del mercato del *private equity* e *venture capital*. (1)

In tale ottica la distinzione si basa in prevalenza sul requisito dimensionale che i GEFIA sotto soglia registrati devono rispettare (unitamente agli altri requisiti), ai fini della registrazione, ossia: il valore totale delle attività dei FIA gestiti, calcolato in conformità con la procedura disciplinata dall’art. 2 del

regolamento delegato (UE) 231/2013, non supera 100 milioni di euro ovvero 500 milioni di euro se i FIA gestiti non fanno ricorso alla leva finanziaria e non è consentito agli investitori l’esercizio del diritto di rimborso per 5 anni dopo l’investimento iniziale.(2)

La citata distinzione produce, dunque, effetti su tutte le altre disposizioni del TUF che sono state modificate e/o ri-organizzate per chiarire la loro applicabilità all’una o all’altra categoria o, in alcuni casi, a entrambe.

E’ affidato alla Banca d’Italia il compito di disciplinare con regolamento la procedura di iscrizione e la documentazione da trasmettere per i GEFIA sotto soglia registrati: è dunque dalle scelte del regolatore che potrà misurarsi in definitiva la reale ed effettiva semplificazione – soprattutto sotto il profilo delle barriere di ingresso al mercato – applicabile ai GEFIA sotto soglia registrati rispetto ai gestori autorizzati.

A ciò si aggiunga che lo Schema TUF prevede, per i GEFIA sotto soglia registrati, uno stringente ambito di operativa: l’attività che possono svolgere è, infatti, limitata alla gestione collettiva del risparmio[5] e alle attività strettamente connesse o strumentali. Essi non possono gestire OICR aperti, SICAV o SICAF in gestione esterna, EuSEF ed EuVECA o costituire strutture *master-feeder*

Il regime di “registrazione” dedicato ai GEFIA sotto soglia registrati è tracciato dal nuovo art. 35-*quaterdecies* del TUF, contenuto nel Capo I-*ter*, dedicato alla disciplina dei soggetti registrati: detta norma stabilisce appunto le condizioni al ricorrere delle quali i GEFIA sotto soglia possono essere registrati, individuando requisiti comuni a tutti e tre le tipologie di gestore di FIA sotto soglia (come sopra identificati) e alcune condizioni specifiche per ciascuna di esse.

La struttura della norma elenca (i) al co. 1, le condizioni di registrazione applicabili alle Sgr sotto soglia registrate, (ii) al co. 2, le condizioni di registrazione applicabili alle Sicaf sotto soglia registrate, e (iii) al co. 3 le condizioni di registrazione applicabili alle società di partenariato sotto soglia registrate. Più precisamente, il comma 1 detta le condizioni “comuni” a tutti i GEFIA sotto soglia registrati, mentre talune condizioni specifiche sono previste per le Sicaf sotto soglia registrate e per le Società di partenariato ai co. 2 e 3, rispettivamente.

Quanto al regime di vigilanza, l’art. 35-*septiesdecies* del TUF, nel disciplinare i poteri di vigilanza attribuiti alla Banca d’Italia, prevede che quest’ultima può esercitare controlli proporzionati e mirati alla verifica della permanenza dei requisiti di registrazione, alla valutazione dei rischi sistemici e alla verifica dei presidi antiriciclaggio. L’Autorità può inoltre richiedere informazioni, convocare esponenti aziendali, effettuare ispezioni e imporre limiti alla leva finanziaria.

Per garantire un passaggio ordinato al nuovo regime, lo Schema TUF reca all’art. 12 specifiche disposizioni transitorie prevedendo, tra l’altro, l’obbligo, entro dodici mesi dall’adozione della normativa secondaria della Banca d’Italia, per i gestori che attualmente operano in regime di deroga ai sensi dell’art. 35-*undecies* del TUF (che lo Schema TUF propone di abrogare), di comunicare all’Autorità di vigilanza la propria scelta di assoggettarsi al regime dei gestori autorizzati, adottando le misure necessarie per conformarsi ai relativi requisiti, oppure presentare istanza di iscrizione nel registro dei GEFIA sotto soglia registrati. In quest’ultimo caso, il gestore è tenuto a informare gli investitori dei FIA gestiti e a ottenere da ciascuno di essi il consenso espresso alla prosecuzione dell’incarico di gestione anche successivamente alla registrazione; in mancanza di tale consenso, l’istanza non può essere presentata. È altresì contemplata la revoca dell’autorizzazione di tutti i gestori che alla scadenza del termine di dodici mesi non siano passati al nuovo regime o non abbiano fatto richiesta per l’*opt-in*.

3.LA POSIZIONE DELL'ABI

Riforma TUF, ABI: semplificare ulteriormente disciplina su ineleggibilità in organo di controllo

- È "importante evitare che si creino "vuoti" normativi tra le regole oggi in vigore sulle modalità di svolgimento delle assemblee, e quelle che saranno introdotte dal nuovo decreto legislativo". Lo ha detto il Vice Direttore Generale Vicario dell'Associazione bancaria italiana (ABI)¹

Parlando delle misure previste dalla riforma per l'organo di controllo, ha spiegato che "con le modifiche recate dal decreto legislativo alla disciplina dell'organo di controllo delle S.p.A. quotate e delle non quotate, si interviene sull'elenco delle persone ineleggibili: vengono inclusi anche i conviventi e si precisa che gli affini (dell'amministratore) rilevanti ai fini dell'incompatibilità sono solamente quelli fino al secondo grado (e non più fino al quarto). Secondo l'ABI, "questa disciplina potrebbe essere ulteriormente semplificata, considerando rilevanti i vincoli di parentela o affinità solo se tali da pregiudicare effettivamente l'indipendenza dell'esponente. Dovrebbero essere ineleggibili il coniuge o il convivente, i parenti e affini di primo grado o altre persone che possano risultare influenzate da uno stretto rapporto con l'amministratore sulla base di una sua dichiarazione espressa, in coerenza con quanto previsto in altri contesti istituzionali europei".

Inoltre, è "opportuno circoscrivere l'ampiezza del perimetro delle società rilevanti, nel senso di prevedere che l'ineleggibilità derivante dai vincoli di parentela e affinità dovrebbe riguardare le sole relazioni con gli amministratori delle più significative società del gruppo di appartenenza della società. Il livello di significatività potrebbe essere stabilito facendo riferimento a un decimo dell'attivo consolidato".

"Sempre con riguardo al requisito dell'indipendenza, si auspica un ulteriore intervento sulla disciplina applicabile agli amministratori - ha detto in audizione - Sarebbe opportuno chiarire che non può essere qualificato come amministratore indipendente della quotata solo chi ricopre la carica di amministratore esecutivo in una delle società del gruppo della quotata (controllante, controllate o società soggette a comune controllo). Al contrario, l'indipendenza non verrebbe meno se l'amministratore indipendente della quotata svolge il ruolo di amministratore non esecutivo in altre società del gruppo. Tale soluzione è stata già fatta propria da Consob".

L'ABI riconosce che le modifiche apportate alla disciplina dell'interlocking sono volte a circoscrivere la portata del divieto", ma chiede di "esercitare compiutamente la delega, sopprimendo integralmente l'art. 36 del "Salva Italia". L'abrogazione consente di allineare la normativa nazionale in tema di cumulo di incarichi a quanto stabilito nelle regole europee, eliminando un significativo disallineamento competitivo tra l'Italia e i Paesi UE".

Sulla parte riguardante gli emittenti, fa notare che la nuova disciplina della maggioranza del voto per le S.p.A. quotate e la possibilità per gli statuti delle società di disciplinare il cosiddetto "voto super

¹), **Gianfranco Torriero**, in audizione sulla riforma del TUF. "Con riguardo al voto per corrispondenza, la norma dovrebbe affermare espressamente che tale modalità può essere deliberata dall'organo amministrativo (in linea con quanto già previsto in caso di ricorso al rappresentante designato o ai mezzi di telecomunicazione)", ha sottolineato.

maggiorato" pongono una serie di problemi operativi per gestire il processo di "maturazione" dei voti aggiuntivi, non soltanto per le banche e gli intermediari della catena di intermediazione ma anche per gli stessi emittenti. "Sono tanti gli adempimenti di monitoraggio, verifica e scambio di informazioni necessari per tenere traccia dell'evoluzione del possesso ininterrotto delle azioni di tutti gli azionisti di un emittente - viene sottolineato - Al fine di rendere meno onerosa la nuova disciplina si propone di integrarla, prevedendo la possibilità per la CONSOB di individuare norme tecniche di attuazione rifacendosi alle migliori prassi di mercato definite dagli operatori italiani".

4.I PARERI CRITICI :COMMISSIONI RIUNITE II (GIUSTIZIA) E VI (FINANZE) DELLA CAMERA DEI DEPUTATI E 2^a (GIUSTIZIA) E 6^a (FINANZE E TESORO) DEL SENATO DELLA REPUBBLICA

Schema di D. lgs. recante attuazione della delega di cui all'art. 19 della legge n. 21/2024 per la riforma organica delle disposizioni in materia di mercati di capitali recate dal Testo unico di cui al d. lgs. n. 58/1998 e delle disposizioni in materia di società di capitali contenute nel codice civile (Atto del Governo 331)

Audizione del Vice Direttore Generale Vicario Dott. Gianfranco Torriero

4 dicembre 2025

PARERE SULLO SCHEMA di decreto legislativo attuativo della delega di cui all'art. 19 della legge 5 marzo 2024, n. 21 ("Legge Capitali"), volto alla riforma delle disposizioni del TUF e del Codice civile in materia di società di capitali.

CRITICITA' EVIDENZIATE

I)

Modifiche alla disciplina in materia di emittenti (TUF, parte IV, titolo III) - Art. 6 dello schema di d.lgs.

A) Modalità di svolgimento delle assemblee

Per le società quotate, per quelle i cui titoli sono negoziati in un sistema multilaterale di negoziazione e per le società cooperative, l'articolo definisce le modalità di svolgimento delle assemblee, che vengono affidate alla decisione dell'organo amministrativo, nel rispetto di specifici presidi di tutela (tra i quali la valorizzazione del ruolo degli amministratori indipendenti).

Con riguardo al voto per corrispondenza (cfr. ultimo periodo del comma 1 art. 125-bis.1) la norma dovrebbe affermare espressamente che tale modalità può essere deliberata dall'organo amministrativo (in linea con quanto già previsto in caso di ricorso al rappresentante designato o ai mezzi di telecomunicazione).

Sarà, inoltre, importante evitare che si creino "vuoti" normativi tra le regole oggi in vigore - introdotte dall'art. 106, comma 7, del decreto- legge 17 marzo 2020, n. 18, c.d. "Cura Italia"¹ e valide sino al 31

dicembre 2025 – sulle modalità di svolgimento delle assemblee, e quelle che saranno introdotte dal nuovo decreto legislativo.²

B) Organo di controllo

Art. 148 TUF - Composizione e ineleggibilità

Art. 2396 -septies codice civile – Cause di ineleggibilità e di decadenza

Con le modifiche recate dal decreto legislativo alla disciplina dell’organo di controllo delle S.p.A. quotate e delle non quotate, si interviene sull’elenco delle persone ineleggibili: vengono inclusi anche i conviventi e si precisa che gli affini (dell’amministratore) rilevanti ai fini dell’incompatibilità sono solamente quelli fino al secondo grado (e non più fino al quarto, come previsto sinora dall’ art. 2399 c.c.).

Questa disciplina potrebbe essere ulteriormente semplificata, considerando rilevanti i vincoli di parentela o affinità solo se tali da pregiudicare effettivamente l’indipendenza dell’esponente. Dovrebbero essere ineleggibili il coniuge o il convivente, i parenti e affini di primo grado o altre persone che possano risultare influenzate da uno stretto rapporto con l’amministratore sulla base di una sua dichiarazione espressa, in coerenza con quanto previsto in altri contesti istituzionali europei.

L’art. 148, comma 2, lett. b) del TUF e l’art. 2396-*septies* del codice civile stabiliscono, inoltre, che sono ineleggibili nell’organo di controllo della società considerata anche “*gli amministratori, il coniuge, l’altra parte dell’unione civile, i parenti entro il quarto grado, gli affini entro il secondo e i conviventi degli amministratori delle società da questa controllate, delle società che la controllano e di quelle sottoposte a comune controllo*”.

E’ opportuno circoscrivere l’ampiezza del perimetro delle società rilevanti, nel senso di prevedere che l’ineleggibilità derivante dai vincoli di parentela e affinità dovrebbe riguardare le sole relazioni con gli amministratori delle più significative società del gruppo di appartenenza della società. Il livello di significatività potrebbe essere stabilito facendo riferimento a un decimo dell’attivo consolidato. Sempre con riguardo al requisito dell’indipendenza, si auspica un ulteriore intervento sulla disciplina applicabile agli amministratori.

Per effetto del rinvio previsto dall’art. 147-*ter* TUF, i requisiti previsti per i sindaci dalla lettera b) dell’art. 148, comma 3 (il comma 2, nella nuova versione) sono applicati anche agli amministratori. Sarebbe opportuno chiarire che non può essere qualificato come amministratore indipendente della quotata solo chi ricopre la carica di amministratore esecutivo in una delle società del gruppo della quotata (controllante, controllate o società soggette a comune controllo).

Al contrario, l’indipendenza non verrebbe meno se l’amministratore indipendente della quotata svolge il ruolo di amministratore non esecutivo in altre società del gruppo. Tale soluzione è stata già fatta propria da Consob con una Comunicazione del 20 maggio 2010, in base alla quale “*gli amministratori a cui fa riferimento la predetta disposizione debbano essere considerati gli amministratori con incarichi esecutivi*” e, più precisamente che “*si può ritenere, alla luce della ratio della disciplina, che non possa essere qualificato come amministratore indipendente della quotata colui che ricopra la*

²

¹ L’art. 106 del 17 marzo 2020, n. 18 consente, in estrema sintesi, alle società di prevedere, negli avvisi di convocazione, anche in deroga alle disposizioni statutarie, il ricorso a quegli strumenti - quali il voto per corrispondenza, il voto elettronico, la partecipazione in assemblea con mezzi di telecomunicazione, il rappresentante designato – che consentono l’intervento in assemblea e l’espressione del diritto di voto senza la necessaria presenza fisica dei soci in un unico luogo.

carica di amministratore esecutivo in una delle società del gruppo della quotata (controllante, controllate o società soggette a comune controllo)”.

- Art. 148.3 TUF - *Nomina e presidenza del comitato per il controllo sulla gestione*

Per le società quotate con modello di *governance monistico*, la nuova disposizione riserva al solo consiglio di amministrazione la nomina dei componenti del comitato per il controllo sulla gestione, ad eccezione del presidente che, come avviene sinora, è nominato dall’assemblea tra i componenti eletti dai soci di minoranza. Va evidenziato che la vigente regolamentazione bancaria stabilisce che lo statuto delle banche – quotate o meno - che adottano il modello monistico deve attribuire “*all’assemblea il compito di nominare e revocare i componenti del comitato per il controllo sulla gestione, ai sensi di quanto consentito dall’art. 2409-octiesdecies c.c.*”².

Sarebbe, quindi, necessario un intervento di coordinamento della nuova normativa con la regolamentazione di vigilanza, precisando che, anche per le banche quotate, resta ferma la diversa soluzione, definita in modo vincolante dalla regolamentazione di carattere speciale, di riservare all’assemblea la nomina del comitato per il controllo sulla gestione.

Modifiche alle disposizioni in materia di tutela della concorrenza e partecipazioni personali incrociate nei mercati del credito e finanziari (c.d. *interlocking*) – Art. 8 dello schema di d.lgs.

Le modifiche apportate alla disciplina dell’*interlocking* (art. 36 del decreto-legge 6 dicembre 2011, n. 201, c.d. *Salva Italia*), sono volte a circoscrivere la portata del divieto³.

Al riguardo, si chiede di esercitare compiutamente la delega⁴, sopprimendo integralmente l’art. 36 del “*Salva Italia*”⁵. L’abrogazione consente di allineare la normativa nazionale in tema di cumulo di incarichi a quanto stabilito nelle regole europee, eliminando un significativo disallineamento competitivo tra l’Italia e i Paesi UE.

Modifiche alle disposizioni di attuazione del Codice civile - Art. 10 dello schema di d.lgs.

Il nuovo art. 223-septies, comma 1, del R.D. 318/1942, stabilisce che, nelle società con modello monistico, i richiami nelle leggi speciali al consiglio di amministrazione e agli amministratori valgono anche per il consiglio e per il comitato per il controllo sulla gestione, se compatibile con le specificità di questi organi.

Tuttavia, questo rinvio appare superfluo e rischia di creare ulteriori verifiche di compatibilità. Nel modello monistico, infatti, le norme speciali sul consiglio di amministrazione si applicano già automaticamente a tutti i membri del consiglio, compresi quelli del comitato di controllo sulla gestione. Disciplina dei depositari centrali e delle attività di regolamento e di gestione accentrata (Parte III - Titolo II-*bis*)

A) Art. 83-*sexies* TUF - Diritto d’intervento in assemblea ed esercizio del voto

³ Il divieto continuerà ad applicarsi sul piano soggettivo solo alle seguenti fattispecie:

- (i) cariche in due imprese che operano in concorrenza diretta in uno dei settori rilevanti ai fini della norma (ad esempio, in due banche);
- (ii) cariche in un’impresa operante in uno dei suddetti settori e nella capogruppo di un gruppo di imprese in cui vi è almeno una società in concorrenza diretta con la prima impresa (ad esempio, in una compagnia di assicurazione e in una banca capogruppo di un gruppo in cui figura una compagnia di assicurazione).

⁴ Cfr. art. 19, comma 2, lett. 1-*bis*, introdotto dalla legge n. 28/2025.

5 La norma - attuata da specifici Orientamenti emanati dalle Autorità settoriali - vieta ai titolari di cariche negli organi gestionali, di sorveglianza e di controllo e ai funzionari di vertice di imprese o gruppi di imprese operanti nei mercati del credito, assicurativi e finanziari di assumere o esercitare analoghe cariche in imprese o gruppi di imprese concorrenti.

L’art. 83-sexies, comma 4, impone agli intermediari di inviare le comunicazioni per partecipare all’assemblea entro tre giorni, ma considera valide anche quelle che arrivano dopo, purché prima dell’inizio dell’assemblea. In questo modo il termine non è realmente perentorio e costringe intermediari ed emittenti a gestire comunicazioni tardive, aumentando complessità e rischi operativi, oltre a non essere in linea con gli standard internazionali.

Per garantire maggiore certezza e, allo stesso tempo, non ostacolare la partecipazione dei soci, si propone di:

- ridurre da tre a due giorni il termine perentorio di ricezione delle comunicazioni;
- eliminare la possibilità per l’emittente di accettare comunicazioni arrivate oltre tale termine, sopprimendo l’ultimo periodo del comma 4.

B) Art. 83-duodecies TUF - Identificazione degli azionisti

Nel recepire le modifiche apportate alla Direttiva 2007/36/CE dalla Direttiva (UE) 2017/828 in tema di identificazione degli azionisti (SRD II), l’Italia ha deciso di esercitare la facoltà di consentire la comunicazione all’emittente dei dati identificativi dei soli azionisti che detengono più di una determinata percentuale di azioni o diritti di voto (0,5%).

Dal 2010 lo strumento dell’identificazione degli azionisti è stato usato pochissimo dagli emittenti⁶. Inoltre, con la soglia prevista dall’art. 83- duodecies TUF, la gestione della richiesta è operativamente complessa per gli intermediari, perché un azionista può detenere le azioni su più conti e presso soggetti diversi, rendendo difficile ricostruire la partecipazione complessiva.

Pertanto, al fine di rendere più efficace la norma di cui all’art. 83- duodecies, si propone di eliminare la soglia dell’0,5%.

Emittenti (Parte IV - Titolo III)

A) Art. 127-quinquies TUF - Maggiorazione del voto

La nuova disciplina della maggiorazione del voto per le S.p.A. quotate e la possibilità per gli statuti delle società di disciplinare il c.d. “voto super maggiorato” pongono una serie di problemi operativi per gestire il processo di “maturazione” dei voti aggiuntivi, non soltanto per le banche e gli intermediari della catena di intermediazione ma anche per gli stessi emittenti. Sono tanti gli adempimenti di monitoraggio, verifica e scambio di informazioni necessari per tenere traccia dell’evoluzione del possesso ininterrotto delle azioni di tutti gli azionisti di un emittente.

Al fine di rendere meno onerosa la nuova disciplina si propone di integrarla, prevedendo la possibilità per la CONSOB di individuare norme tecniche di attuazione rifacendosi alle migliori prassi di mercato definite dagli operatori italiani.

B) Sezione III (artt. 136-144) – Disciplina della sollecitazione di deleghe

Negli ultimi anni sono emerse alcune criticità nella gestione, da parte delle banche depositarie, delle richieste di sollecitazione delle deleghe di voto. La principale riguarda la difficoltà di verificare con certezza l'identità del soggetto che richiede la delega e il suo effettivo diritto a ottenere dall'intermediario la comunicazione legittimante, anche quando la delega risulta regolarmente firmata dall'azionista.

La disciplina della sollecitazione prevista dagli artt. 136 e seguenti del TUF definisce requisiti e procedure, e rinvia in parte alla regolamentazione Consob, ma non regola il rapporto operativo tra l'intermediario e il soggetto che effettua la sollecitazione.

Per rendere più semplice e sicura questa fase, si propone di integrare il TUF – oppure di attribuire espressamente alla Consob il relativo potere regolamentare – in modo da definire presidi e regole che tutelino sia gli intermediari sia i clienti da possibili utilizzi impropri dello strumento.

5. LE ALTRE POSIZIONI CRITICHE:

In un'audizione parlamentare presso le Commissioni riunite Giustizia e Finanze, svoltasi a Roma il 4 dicembre 2025, il Consiglio nazionale dei commercialisti ha presentato le sue osservazioni sullo schema di decreto legislativo per la riforma dei mercati dei capitali. La delegazione, guidata dal vicepresidente Antonio Repaci con David Moro e Cristina Bauco, ha espresso apprezzamento per la revisione del Testo unico della Finanza (TUF), sottolineando che il nuovo impianto normativo mira ad allineare l'Italia agli standard europei attraverso regole più flessibili e interventi di semplificazione.

Oltre ai riconoscimenti, la categoria professionale ha avanzato una serie di proposte per perfezionare il testo. In particolare, i commercialisti hanno sottolineato la necessità di salvaguardare l'autonomia del collegio sindacale e di garantire una maggiore uniformità nelle regole di governance tra società quotate e non quotate. Secondo i rappresentanti della categoria, le modifiche dovrebbero bilanciare la tutela degli investitori con la sostenibilità degli incarichi, evitando che oneri e responsabilità eccessivi disincentivino i professionisti a ricoprire ruoli di controllo.

Apprezzamento per la revisione del TUF e spinta alla semplificazione

Durante un'audizione parlamentare sullo schema di decreto legislativo che riforma i mercati dei capitali, il Consiglio nazionale dei commercialisti, rappresentato dal vicepresidente Antonio Repaci, dal consigliere nazionale David Moro e da Cristina Bauco, ha espresso un giudizio positivo sulla revisione organica del Testo unico della Finanza (TUF). La delegazione ha sottolineato che la riforma punta a salvaguardare il mercato dei capitali italiano e ad allineare le regole nazionali a quelle europee mediante norme più flessibili e interventi di semplificazione. Secondo i professionisti, l'obiettivo è rimuovere vincoli normativi ritenuti troppo stringenti, che finora avrebbero limitato lo sviluppo del sistema, e creare condizioni più favorevoli per investitori e imprese.

Proposte migliorative su responsabilità e governance

Pur apprezzando l'impianto generale, i commercialisti hanno chiesto di modificare la norma che, nel nuovo schema di decreto legislativo, deroga al regime di responsabilità dei membri del collegio sindacale previsto dall'art. 2407 del Codice civile. Ritengono che il sistema di amministrazione e controllo debba avere regole uniformi per tutte le società e propongono di limitare la responsabilità risarcitoria dei sindaci a multipli del compenso deliberato dall'assemblea, introducendo criteri di

quantificazione del danno diversi per le società quotate. La categoria chiede inoltre maggiore ponderazione sulle nuove disposizioni relative alla comunicazione a Consob delle irregolarità, la garanzia che i membri del collegio sindacale ricevano le stesse informazioni dei consiglieri per partecipare informati alle riunioni e la possibilità per le società di prevedere un budget dedicato al collegio sindacale per tutelarne l'autonomia. Infine, per il sistema monistico viene suggerito di richiedere ai componenti del comitato per il controllo sulla gestione requisiti professionali in linea con l'art. 2397 del Codice civile³.

Talune delle modifiche proposte dallo Schema TUF erano state anticipate dalla Legge Capitali stessa, anche per quanto riguarda la disciplina degli organismi di investimento collettivo del risparmio (Oicr) in gestione esterna costituiti in forma societaria. Rientrano tra tali modifiche la più netta distinzione tra le Sicav e le Sicaf che gestiscono direttamente il proprio patrimonio (c.d. in gestione interna) e quelle che affidano la gestione del proprio patrimonio a intermediari abilitati (c.d. in gestione esterna), nonché la semplificazione della disciplina applicabile a queste ultime.

Sul piano sistematico, il TUF formulava, già prima della Legge Capitali e dello Schema TUF, una marcata distinzione tra Sicav e Sicaf autogestite ed eterogestite (così definite prima delle modifiche apportate dalla Legge Capitali): mentre quelle autogestite sono al contempo gestori e Oicr – e sono perciò disciplinate nello stesso Capo del TUF dedicato alle società di gestione del risparmio (Sgr) – le seconde rivestono esclusivamente la qualifica di Oicr e sono, infatti, disciplinate nel medesimo capo dei fondi comuni di investimento. Nonostante la mancata coincidenza, nelle eterogestite, tra gestore e Oicr, l'art. 38 del TUF vigente sino alla Legge Capitali (parimenti a quanto accadeva nel Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio di cui al Provvedimento della Banca d'Italia in data 19 gennaio 2025) non riconosceva differenze di regolamentazione sostanziali, ad eccezione, naturalmente, della disciplina e delle naturali conseguenze derivanti dall'attribuzione della gestione a un soggetto esterno.

Come dichiarato nella relazione illustrativa che accompagna lo Schema TUF, il proposto intervento legislativo mira ad una complessiva semplificazione e razionalizzazione della materia, al fine di favorire lo sviluppo della gestione collettiva del risparmio e di incoraggiare l'investimento indiretto del capitale privato nell'economia reale italiana, specialmente in un contesto di mercato che vede una dimensione degli investitori istituzionali particolarmente esigua rispetto ai livelli di altri Paesi avanzati e, in ogni caso, concentrata sulle società quotate di grandi dimensioni i cui titoli sono caratterizzati da maggiore liquidità.

6. LE NOVITÀ NORMATIVE DI RILIEVO: APPROFONDIMENTO. LE SICAV E LE SICAF IN

³ Per un'analisi delle novità introdotte dalla Legge Capitali in materia di Oicr societari in gestione esterna si vedano: F. Annunziata, A. La Mantia, *Il nuovo regime di vigilanza sulle Sicav e Sicaf in gestione esterna*, Le Società, 2024, n. 7, IPSOA-Wolters Kluwer, p. 870; P. Valensise e M. Sacchetti, *Commento all'art. 16 della Legge Capitali*, in *Commentario alla legge Capitali*, a cura di P. Marchetti, M. Ventrone, Pacini Giuridica, 2024; M.G. Iocca, *Commento all'art. 16 della Legge Capitali*, in *Commentario alla legge Capitali*, a cura di G. Martina, M. Rispoli Farina, V. Santoro, Giappichelli, 2024. Cfr. Rapporto Ocse, *Capital Market Review of Italy for 2020: Creating Growth Opportunities for Companies and Italian Savers*; nonché *La competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita* pubblicato dal Ministero dell'economia e delle finanze – Dipartimento del tesoro nel 2022, par. 3.2., p. 20. Per l'illustrazione del regime previgente, si veda P. Basile, *Sicaf a gestione interna ed esterna: riflessioni a cavallo tra l'ordinamento finanziario e la disciplina di diritto comune*, in AA.VV., *Le SICAF. Profili societari e regolamentari*, a cura di F. Annunziata e M. Notari, Milano, 2022. P. Basile, *Sicaf a gestione interna ed esterna: riflessioni a cavallo tra l'ordinamento finanziario e la disciplina di diritto comune*, in AA.VV., *Le SICAF. Profili societari e regolamentari*, a cura di F. Annunziata e M. Notari, Milano, 2022.

GESTIONE ESTERNA

Sulla scorta di quanto già stabilito dalla Legge Capitali, lo Schema TUF intende ribadire e rinforzare il principio secondo cui le Sicav e le Sicaf in gestione esterna non rientrano tra i soggetti autorizzati alla gestione collettiva del risparmio, uniformandone la disciplina a quella dettata per i fondi comuni di investimento, ai quali, per natura e sul piano operativo, risultano maggiormente assimilabili. La precedente tendenza a estendere le regole proprie dei gestori anche alle società di investimento eterogestite ha infatti sovente sollevato problemi di uniformità rispetto al modello di Oicr in forma contrattuale rappresentato dal fondo comune di investimento. Il proposto intervento legislativo parte, dunque, dall’assunto che le regole applicabili alle società di investimento in gestione esterna fossero sproporzionate rispetto alla natura e ai rischi assunti da tali organismi che, pur non avendo alcun potere di gestione del patrimonio raccolto, erano di fatto considerati gestori autorizzati e conseguentemente assoggettati ai requisiti autorizzativi e di vigilanza propri di tali soggetti, a differenza degli Oicr contrattuali (*i.e.* i fondi).

Tanto premesso, si analizzano nel seguito le novità di maggior rilievo proposte dallo Schema TUF con riferimento agli Oicr societari in gestione esterna (con l’eccezione delle società di partenariato, la cui disciplina del tutto nuova merita un’analisi *ad hoc*) – per buona parte, si ribadisce, introdotte già dalla Legge Capitali – le quali confermano la *ratio* sopra descritta.

L’elemento più innovativo della prospettata novella normativa rispetto al regime previgente è senz’altro rappresentato dal definitivo assoggettamento di Sicav e Sicaf in gestione esterna a un regime sostanzialmente analogo a quello previsto per i fondi comuni di investimento nella fase di accesso al mercato. Ciò si traduce nell’integrale riscrittura dell’art. 38 del TUF, che propone modifiche al regime autorizzativo sia delle Sicav e delle Sicaf in gestione esterna non riservate agli investitori professionali, sia di quelle riservate a tali investitori.

Per quanto riguarda le Sicav e le Sicaf in gestione esterna non riservate, lo Schema TUF, diversamente dall’art. 38, co. 8, come modificato dalla Legge Capitali e attualmente vigente – il quale subordina l’avvio dell’operatività di tali società all’approvazione dello statuto da parte della Banca d’Italia, su istanza del gestore esterno -, stabilisce semplicemente che “*la Banca d’Italia approva lo statuto e le relative modificazioni*”. In proposito, si noti che nello Schema TUF è stato eliminato, proprio dall’art. 38, co. 8 (che nello Schema TUF diviene il co. 7, stante l’eliminazione del co. 5 e lo scorrimento dei commi successivi), l’inciso presente nella Legge Capitali ai sensi del quale “*l’avvio dell’operatività è subordinato all’approvazione dello statuto dalla Banca d’Italia*”. Il nuovo testo dell’art. 38, co. 7, del TUF, dunque, prevede soltanto che la Banca d’Italia attesti la conformità dello statuto (o delle sue modificazioni) “*alle prescrizioni di legge e di regolamento, ai criteri generali e al contenuto minimo dalla stessa predeterminati*” e verifichi che la situazione tecnica e organizzativa del gestore esterno designato assicuri la capacità di quest’ultimo di gestire il patrimonio della società nell’interesse degli investitori, meritevoli di maggior tutela in quanto investitori *retail*.

Tale proposta modificativa apparentemente innovativa solleva, tuttavia, diversi dubbi in merito al suo impatto sul regime autorizzativo delle Sicav e Sicaf in gestione esterna non riservate. Se nella formulazione attualmente vigente dell’art. 38, co. 8, del TUF l’avvio dell’operatività delle Sicav e Sicaf in gestione esterna non riservate è espressamente subordinato all’approvazione dello statuto da parte della Banca d’Italia, nella proposta di modifica di cui allo Schema TUF – ove ci si limita a stabilire che la Banca d’Italia approva lo statuto e le relative modificazioni – non viene espressamente stabilito in quale fase del processo costitutivo della Sicav o della Sicaf in gestione esterna non riservata debba collocarsi tale approvazione. Si tratta, dunque, di un *vulnus* meritevole di precisazione in sede di esame dello Schema TUF da parte delle Commissioni parlamentari e di definitiva approvazione da parte del

Governo. Allo stato, non è infatti dato comprendere (nemmeno dall’analisi della Relazione Illustrativa dello Schema TUF) quale sia il reale impatto della cancellazione del già citato inciso per cui *“l’avvio dell’operatività è subordinato all’approvazione dello statuto”*, in quanto non risulta precisato in quale fase della costituzione della Sicav o della Sicaf in gestione esterna non riservata debba avvenire la “nuova” approvazione del suo statuto da parte della Banca d’Italia. Se non valgono, per le Sicav e Sicaf non riservate, i termini previsti dal nuovo co. 8 (e dall’attuale co. 9) dell’art. 38 per quelle riservate, non si comprende infatti quando il regolatore debba intervenire. In proposito, si noti che, ove l’approvazione dello statuto da parte della Banca d’Italia debba collocarsi prima dell’iscrizione della società nel registro delle imprese (avente efficacia costitutiva), la norma nuova sarà più restrittiva della precedente (la quale, invece, subordina il solo avvio dell’operatività e non già la costituzione – all’approvazione dello statuto); ove invece, detta approvazione debba intervenire prima dell’inizio dell’operatività, allora l’impatto della nuova norma starà sostanzialmente nullo in termini di accesso al mercato.

Con riferimento, invece, alle Sicav e Sicaf in gestione esterna riservate a investitori professionali, lo Schema TUF – questa volta coerentemente con la Legge Capitali – stabilisce che il gestore esterno trasmetta lo statuto alla Banca d’Italia entro dieci giorni dagli adempimenti previsti dagli artt. 2330, nel caso di costituzione della società (e, dunque, successivamente all’iscrizione della società nel registro delle imprese), e 2436, relativo deposito, all’iscrizione e alla pubblicazione delle modifiche statutarie, del Codice civile. Nelle Sicav e Sicaf in gestione esterna riservate la semplificazione – che conferma quanto già introdotto dalla Legge Capitali – è dunque massima, non essendo prevista nemmeno l’attestazione di conformità della Banca d’Italia, ma soltanto un obbligo di trasmissione dello statuto da parte del gestore: è a quest’ultimo, dunque, che è rimesso il compito di verificare la coerenza dello statuto con le previsioni di legge. Detto regime, orbene, comporta una significativa riduzione dei tempi reali di costituzione e, dunque, di accesso al mercato. Al riguardo, va evidenziato come già la Legge Capitali e ancor di più lo Schema TUF individuino il gestore quale soggetto responsabile del rispetto delle disposizioni in materia di gestione collettiva del risparmio da parte dell’Oicr gestito anche nei confronti delle Autorità di vigilanza, le quali possono, infatti, chiedere informazioni al gestore esterno sulle Sicav o Sicaf gestite, nonché effettuare ispezioni e richiedere l’esibizione dei documenti e il compimento degli atti ritenuti necessari presso tali società.

Tra gli interventi di semplificazione meritevoli di menzione rientra l’inapplicabilità ai soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo nelle Sicav e alle Sicaf in gestione esterna, sia riservate, sia non riservate, dei requisiti di cui all’art. 13 del TUF.

L’applicazione di detti requisiti anche alle società di investimento in gestione esterna aveva già suscitato in dottrina talune perplessità, posto che gli esponenti aziendali di una società di investimento in gestione esterna sono privi del potere di gestione del patrimonio della stessa e conseguentemente del governo dei relativi rischi. La novità si giustifica anzitutto in quanto detti requisiti (*i.e.* professionalità, onorabilità ed indipendenza) sono già richiesti agli esponenti aziendali del gestore. Ciò risulta coerente con l’approccio della Legge Capitali e dello Schema TUF i quali, riordinando la disciplina degli Oicr in forma societaria in gestione esterna, ne riconducono la natura a quella di un prodotto finanziario gestito da un soggetto esterno a ciò debitamente autorizzato: in altre parole, il gestore esterno presta il servizio di gestione collettiva del risparmio (quest’ultimo disciplinato da una specifica regolamentazione) “in favore” della società di investimento in gestione esterna e per tale attività viene debitamente remunerato.

In effetti, coerentemente con tale assunto, il novellato art. 38, co. 1, lett. f) dispone che le Sicav e le Sicaf in gestione esterna *“stipulano accordi con il gestore esterno per consentire al consiglio di*

amministrazione della società di disporre dei documenti e delle informazioni necessarie a verificare il corretto adempimento degli obblighi del gestore per definire la tempistica e le modalità di trasmissione di tali documenti ed informazioni”. A dire il vero, lo Schema TUF aggiunge alla versione della citata norma introdotta con la Legge Capitali un’ulteriore previsione, stabilendo che la stipulazione degli accordi con il gestore esterno è finalizzata anche a disciplinare *“gli obblighi di collaborazione del gestore nei confronti dei liquidatori della società, ivi inclusa la trasmissione di ogni informazione o documentazione utile allo svolgimento dell’incarico del liquidatore”*. Tale ultima previsione “aggancia” la disciplina della liquidazione e della crisi, di cui si dirà nel successivo par. 2.5.

Si noti dunque che, a conferma di quanto sopra, né la Legge Capitali, né lo Schema TUF prevedono espressamente che il consiglio di amministrazione della Sicav o Sicaf in gestione esterna possa impartire istruzioni o indicazioni di investimento al gestore esterno, ciò sulla stessa linea dell’inapplicabilità dei requisiti di cui all’art. 13. Quanto sopra, tuttavia, non esclude che l’autonomia negoziale Oicr-gestore possa attribuire, nell’ambito dei relativi accordi, al consiglio di amministrazione della società di investimento limitati poteri di intervento o di indirizzo.

Nella medesima prospettiva si pone l’esenzione dei titolari di partecipazioni qualificate nel capitale di Sicav e Sicaf in gestione esterna dai requisiti di onorabilità di cui all’art. 14 del TUF e dagli obblighi di comunicazione preventiva di cui al successivo art. 15, che erano invece richiamati dal co. 1 del precedente testo dell’art. 38 alla lett. e) del TUF, abrogato dalla Legge Capitali; parimenti, non è più applicabile l’art. 15, co. 2 del TUF, ai sensi del quale la Banca d’Italia poteva vietare l’acquisizione delle partecipazioni qualificate in Sicav e Sicaf eterogestite qualora ritenesse insussistenti le condizioni idonee a garantire una gestione sana e prudente.

Per completezza, si ricorda che le norme del Titolo III, Capitolo I, Sezione IV del Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio relative alle Sicav e alle Sicaf in gestione esterna modificate dopo l’entrata in vigore della Legge Capitali continuano a rinviare al Titolo III, Capitolo I, Sezione II, Paragrafo 5 del medesimo Regolamento, nel quale permane il riferimento ai requisiti di professionalità, onorabilità ed indipendenza stabiliti dall’art. 13 del TUF e dal D.M. dell’11 novembre 1998, n. 468, non più previsti nell’art. 38 del TUF. Trattasi di un contrasto tra norme primarie e regolamentazione, il quale, pur essendo risolvibile disapplicando la previsione del Regolamento, richiede un intervento regolamentare volto a garantire coerenza e coordinamento dei due testi.

Gli interventi di cui sopra confermano la *ratio* seguita dal legislatore nella nuova formulazione delle norme dedicate alle Sicav e Sicaf in gestione esterna: dettare una disciplina coerente con la loro qualificazione esclusiva di Oicr – ovvero di strumenti di raccolta degli investimenti destinati ad essere gestiti in monte – eliminando così differenze tra Oicr contrattuali e societari non giustificate. Rimangono, invece, invariate rispetto al passato altre condizioni richieste per il rilascio dell’autorizzazione, elencate nell’art. 38, co. 1, lett. a), b), d) del TUF e riguardanti rispettivamente l’obbligo di adottare la forma di società per azioni, di ubicare la sede legale e la direzione generale nel territorio della Repubblica, nonché l’obbligo di prevedere talune clausole statutarie, quali l’esclusività dell’oggetto sociale (che deve coincidere con l’investimento collettivo del patrimonio raccolto mediante l’offerta al pubblico di proprie azioni nelle Sicav, cui si aggiunge l’offerta degli strumenti finanziari partecipativi indicati nello statuto stesso per le Sicaf) e l’affidamento della prestazione delle attività di cui all’art. 33 del TUF a un gestore esterno, con l’indicazione della società designata.

7. ACCONTI SUI DIVIDENDI

Lo Schema TUF modifica ulteriormente l’art. 38, co. 2, del TUF già modificato dalla Legge Capitali e stabilisce che alle Sicaf in gestione esterna non si applica il limite previsto dall’art. 2433-*bis* del Codice

civile in materia di distribuzione di acconti sui dividendi da parte delle società per azioni, a norma del quale tale facoltà è ammessa solo nelle società il cui bilancio di esercizio sia assoggettato per legge a revisione legale dei conti, sulla base del regime previsto dalle leggi speciali per gli enti di interesse pubblico, di cui all’art. 16 del d. lgs. n. 39 del 2010. Si deve a questo proposito considerare che le società di investimento in gestione esterna non rientrano tra gli enti di interesse pubblico, bensì tra gli enti sottoposti a regime intermedio di certificazione di cui all’art. 19-*bis* dello stesso decreto.

In coerenza con la sua impostazione generale, lo Schema TUF ammette tale possibilità per le società di investimento in gestione esterna proprio in ragione della loro natura di “veicolo-prodotto”, venendo così a determinare un maggiore allineamento rispetto alle previsioni che disciplinano le distribuzioni in corso di esercizio da parte dei fondi comuni di investimento (Oicr costituiti in forma contrattuale), tutto ciò in contrapposizione con il modello di Oicr societari in gestione interna, ai quali la nuova disposizione non è applicabile.

In coerenza con quanto previsto per le Sicav e le Sicaf in gestione interna, lo Schema TUF stabilisce anche per le Sicav e le Sicaf in gestione esterna che, qualora lo statuto preveda la possibilità di costituire uno o più comparti, ciascun comparto costituisce un patrimonio autonomo, distinto a tutti gli effetti a quello degli altri comparti. La modifica proposta dallo Schema TUF aggiunge, inoltre, che (i) delle obbligazioni relative alla gestione del singolo comparto, ivi incluse quelle di natura tributaria la Sicav o la Sicaf in gestione esterna risponda esclusivamente con il patrimonio del comparto, purché il titolo dell’obbligazione rechi espressa menzione del comparto; (ii) in caso di mancata menzione del comparto la società risponda con l’intero patrimonio; e (iii) sul patrimonio del singolo comparto non siano ammesse azioni dei creditori degli altri comparti o nell’interesse degli stessi, né azioni dei creditori del depositario o del sub-depositario o nell’interesse degli stessi; e (iv) il gestore esterno non possa in alcun caso utilizzare, nell’interesse proprio o di terzi, i beni di pertinenza delle Sicav e Sicaf gestite e dei relativi comparti, ove costituiti.

Tale segregazione – la cui applicabilità anche alle Sicav e Sicaf in gestione esterna era già stata messa in dubbio dopo l’entrata in vigore della Legge Capitali, come si dirà nel seguito – solleva alcuni interrogativi con riferimento alle modalità di individuazione, nell’ambito del bilancio (unico per ciascuna società e sottoposto alla disciplina codicistica) delle partite di debito (tributario e non) di competenza di ciascun comparto. Non risulta infatti espressamente prevista alcuna forma di segregazione anche tra le scritture contabili – o, quantomeno, di individuazione di criteri di attribuzione per competenza dei diritti e doveri (e, dunque, dei costi e ricavi) – di ciascun comparto, infatti, risulterebbe complesso, oltretutto foriero di potenziali controversie e vertenze con e tra gli investitori, individuare il comparto sul quale far ricadere il costo o debito. Tale interrogativo, tuttavia, pare potersi agevolmente risolvere configurando i comparti (che lo Schema TUF stabilisce essere “patrimoni autonomi”) quali “patrimoni destinati”, per i quali la disciplina di diritto comune di cui all’art. 2447-*septies*, co. 2 del Codice civile, stabilisce che “[...] *gli amministratori redigono un separato rendiconto, allegato al bilancio, secondo quanto previsto dagli articoli 2423 e seguenti*”. Trattasi di una lettura peraltro coerente con l’approccio regolatorio adottato per gli istituti di pagamento e gli istituti di moneta elettronica c.d. “ibridi”. Il d.lgs. n. 385 del 1° settembre 1993 (“TUB”) e le Disposizioni di Vigilanza per gli Istituti di Pagamento e gli Istituti di Moneta Elettronica di cui al Provvedimento del 17 maggio 2016 – come da ultimo modificato dal Provvedimento del 2 novembre 2022 – infatti, stabiliscono espressamente per gli IP e gli IMEL che svolgono anche altre attività imprenditoriali diverse dalla prestazione dei servizi di emissione di moneta elettronica e dei servizi di pagamento, l’obbligo di istituire un patrimonio destinato unico per questi servizi. È auspicabile, dunque, inserire anche nello Schema TUF l’espresso e inequivocabile rinvio – per la disciplina

(soprattutto contabile) dei comparti – all’istituto civilistico “patrimonio destinato” di cui all’art. 2447-*bis* del Codice civile, per quanto applicabile.⁴

Nella Legge Capitali erano emersi dubbi sull’applicabilità della disciplina appena descritta anche alle società di investimento in gestione esterna, e ciò sia per il mancato richiamo, nel nuovo art. 38, dell’art. 35-*bis* del TUF, sia per un’ulteriore, non meno importante, circostanza: la versione dell’art. 38, co. 3 del TUF di cui alla Legge Capitali confermava la possibilità che anche le Sicav e le Sicaf multi-comparto in gestione esterna costituissero comparti autonomi, distinti a tutti gli effetti, gli uni dagli altri. Alla luce di ciò, pertanto, il mancato rinvio alle regole sulla segregazione patrimoniale in ipotesi di Sicav e Sicaf multi-comparto in gestione esterna era difficilmente comprensibile, ciò anche tenendo conto della formulazione dell’art. 35-*decies* del TUF, come modificato dall’art. 16 della Legge Capitali. Detta norma, infatti, impone, oltretutto alle Sgr, anche a tutte le Sicav e Sicaf, sia autogestite che eterogestite, di organizzarsi in modo tale da ridurre al minimo il rischio di conflitto di interessi tra patrimoni gestiti, e ciò coerentemente con l’autonomia patrimoniale dei singoli comparti riferiti ad organismi – quali appunto Sicav e Sicaf – cui è preclusa la gestione di patrimoni di altri Oicr. Lo Schema TUF mira a risolvere questo problema mediante l’inserimento nell’art. 38, co. 3 del TUF la previsione sopra richiamata.

A ciò si aggiunga che l’approccio dello Schema TUF appare più timoroso rispetto alla Legge Capitali, il cui art. 16-*bis*, co. 1, ha inserito nell’art. 35-*bis* del TUF (precedentemente dedicato in generale alle Sicav e alle Sicaf e, con la riforma, dedicato esclusivamente alle Sicav e Sicaf in gestione interna) il co. 6-*bis* e 6-*ter*: il primo prevedeva che “*ciascun comparto di Sicav e Sicaf costituisce a ogni effetto un Oicr*”, il secondo che “*La distribuzione dei proventi relativi al singolo comparto può avvenire anche in assenza di utili complessivi della società; le perdite relative ad un comparto sono imputate esclusivamente al patrimonio del medesimo comparto e nei limiti dell’ammontare dello stesso*”. Lo Schema TUF propone l’eliminazione dell’inciso di cui al citato co. 6-*bis*.

L’art. 35-*bis*, co. 6-*quater*, del TUF, come modificato dalla Legge Capitali, dispone che, qualora le attività delle Sicav e Sicaf in gestione esterna o del comparto, se esistente, non consentano di soddisfare le rispettive obbligazioni e non vi siano ragionevoli prospettive che tale situazione possa essere superata, si applichi l’art. 57, co. 6-*bis*, del TUF, relativo alla liquidazione coatta amministrativa. In considerazione dell’assimilazione degli Oicr societari in gestione esterna ai fondi comuni di investimento, lo Schema TUF propone di riorganizzare la materia, spostando l’art. 57, co. 6-*bis* nel nuovo art. 57-*ter* del TUF, il quale introduce la disciplina della crisi del fondo comune di investimento e del relativo comparto, applicabile anche nei confronti degli Oicr societari in gestione esterna e dei relativi comparti ai sensi del successivo co. 4.

Sempre nell’ambito dell’art. 57-*ter*, merita infine menzione, in particolare, il co. 6, il quale stabilisce che “*Gli Oicr societari in gestione esterna possono presentare l’istanza di accesso alla composizione*

⁴ Il principio di segregazione contabile tra comparti è stato introdotto dall’ordinamento lussemburghese già con la Legge del 17 luglio 2000 – che modifica alcune disposizioni della legge del 30 marzo 1988 relativa agli organismi di investimento collettivo. In tale sede, il legislatore lussemburghese era intervenuto per conferire efficacia legale al già citato principio di segregazione contabile tra comparti, sancendo che ciascun comparto risponde esclusivamente delle proprie obbligazioni. Secondo i documenti parlamentari relativi a tale legge, la separazione tra comparti era già di fatto esistente all’epoca, poiché gli organismi di investimento collettivo spesso stipulavano accordi individuali con i creditori per garantire che le attività di un determinato comparto potessero essere utilizzate solo per soddisfare i debiti relativi a quel comparto specifico (documento parlamentare n. 4612/00, pag. 6). Questo modello è stato successivamente esteso ad altre categorie di veicoli di investimento regolamentati e non regolamentati, come i fondi d’investimento alternativi riservati (RAIF) o i veicoli di cartolarizzazione non regolamentati.

negoziata e avvalersi degli strumenti di regolazione della crisi e dell’insolvenza di cui, rispettivamente, alla Parte I, Titolo II e alla Parte I, Titolo IV, Capo I, Sezioni I e II” del Codice della crisi d’impresa e dell’insolvenza di cui al d.lgs. n. 14 del 12 gennaio 2019”. Tale proposta di modifica pare superare l’annosa – e in parte controversa – questione circa la riconducibilità degli Oicr all’ambito soggettivo di applicazione della disciplina di diritto comune in materia di crisi d’impresa e rendendo, di fatto, applicabile il Codice della crisi d’impresa e dell’insolvenza di cui al d.lgs. n. 14 del 12 gennaio 2019.

CONCLUSIONI

Allo stato degli atti gli interventi di semplificazione dello Schema TUF riducono considerevolmente gli oneri degli Oicr societari in gestione esterna, ciò al fine di fornire un modello di Oicr di diritto italiano alternativo al fondo comune di investimento di tipo contrattuale, con l’obiettivo di rendere i mercati dei capitali italiani più competitivi e più attrattivi per gli investitori nazionali ed internazionali. Con le modifiche sopra descritte l’auspicio è che le Sicav e le Sicaf nella variante c.d etero gestita si diffondano maggiormente, essendo più facilmente utilizzabili dagli operatori di settore, in alternativa ai fondi comuni di investimento. Molte proposte di modifica traggono spunto, peraltro, dalle esperienze e dai modelli riscontrabili in altri ordinamenti europei, come quello lussemburghese, da sempre particolarmente attrattivi nei riguardi degli operatori, anche per la flessibilità degli schemi organizzativi offerti dalla disciplina applicabile alla gestione collettiva. Da ciò deriverebbe una maggiore partecipazione degli investitori, che godono di prerogative più ampie rispetto a quelli di un fondo comune di investimento. Fatto salvo il requisito dell’autonomia del gestore che impedisce di influire sulle singole scelte societarie, negli Oicr societari in gestione esterna non è vietato agli investitori l’esercizio del diritto di voto in assemblea, potendo essi anzi concorrere, quale requisito essenziale della forma societaria, alle decisioni dell’assemblea, tra cui spiccano le modifiche statutarie, ivi comprese quelle attinenti alla politica di investimento, la cui approvazione è una prerogativa rimessa proprio all’assemblea.

Alla luce del binomio Oicr-gestore, la riforma distingue nettamente tra società di investimento in gestione interna, le quali dovranno qualificarsi come Oicr e gestore al tempo stesso, e società di investimento in gestione esterna, da qualificarsi solo come Oicr, essendo amministrate da un’entità terza.

Le conseguenti implicazioni per il mercato sono dunque rilevanti, in quanto comportano una (quasi) de-regolamentazione delle società di investimento in gestione esterna, il cui regime si allinea alla disciplina dei fondi comuni di investimento, pur mantenendo una struttura societaria. La gestione del patrimonio e dei rischi viene affidata a una società di gestione del risparmio o a un gestore europeo di FIA, liberando l’Oicr societario dall’onere di rispettare i requisiti propri del gestore e consentendo così una maggiore snellezza operativa, che si traduce in una maggiore competitività e in un evidente abbassamento delle barriere all’ingresso sul mercato, non essendo più necessario per i promotori affrontare alcun procedimento autorizzativo, ma soltanto, per le Sicav e Sicaf non riservate, un’attestazione di conformità dello statuto da parte della Banca d’Italia.

Resta, invece, fermo, per le Sicav e Sicaf in gestione interna, il regime autorizzativo previgente, sostanzialmente allineato a quello di un gestore.

Le Sicav e Sicaf in gestione esterna, peraltro, si prestano, ancor più di prima, a essere utilizzate come veicoli per operazioni di investimento, consentendo a più investitori professionali di partecipare a un’iniziativa comune mantenendo una governance semplice e una struttura giuridica che garantisce diritti chiari e proporzionati alla partecipazione al capitale.

Si tratta di fatto ancora di una prospettiva de iure condendo, in quanto l'opus in fieri, comincia ad assumere tratti sintomatici definitivi, ma è ancora suscettivo di modifiche.

Se di rivoluzione si può parlare è che tutto il sistema, intermediari finanziari inclusi puntano a rendere nel circuito UE e non solo le imprese contendibili, in cambio di un ingresso di capitali nel nostro Paese.

Con tutti i rischi connessi.

Antonio Ferraioli

