



Consiglio Nazionale
dei Dottori Commercialisti
e degli Esperti Contabili

Disegno di legge “Interventi a sostegno della competitività dei capitali”
Presentato dal Ministro dell’economia e delle finanze
A.S. 674

Audizione presso la Commissione Finanze e tesoro del Senato della Repubblica

OSSERVAZIONI

Area di delega – Diritto societario

Consigliere delegato – David Moro

7 giugno 2023



Sommario

1. Premessa.....	3
2. Osservazioni.....	3
2.1. Osservazioni in ordine alla estensione della definizione della categoria di piccole e medie imprese emittenti azioni quotate e in ordine alla dematerializzazione delle quote di piccole e medie imprese (artt. 2. e 3 DDL).....	3
2.2. Osservazioni in ordine alla disciplina in materia di emittenti azioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante.....	7
2.3. Osservazioni in ordine alla modifica in materia di sottoscrizioni di obbligazioni emesse da società per azioni e di titoli di debito emessi da società a responsabilità limitata (art. 7 DDL).....	8
2.4. Osservazioni sulla disciplina in materia di aumenti di capitale, svolgimento delle assemblee delle società per azioni quotate e disposizioni in materia di voto plurimo (artt. 8, 12 e 13 DDL).....	11
2.5. Osservazioni in ordine alle proposte relative alle misure di educazione finanziaria (art. 21 DDL).....	12



1. Premessa

Il DDL A.S. 674 introduce importanti misure finalizzate a migliorare la competitività del mercato dei capitali interno che si potrebbero rivelare di fondamentale impatto per sostenere la ripresa della nostra economia.

La lettura del testo conferma le intenzioni del Governo di semplificare e razionalizzare il quadro normativo e regolamentare di riferimento, rimuovendo vincoli normativi e operativi per accedere al mercato da parte delle imprese e per facilitare anche il rientro di società italiane quotate su mercati esteri.

Si tratta di un intervento sicuramente apprezzabile nella sua generalità, destinato anche a intercettare le esigenze di maggiore formazione su tali tematiche tra i cittadini, e in particolare tra i più giovani, come prevede il Capo III del DDL relativo alle Misure di promozione dell'inclusione finanziaria, così da sviluppare senso critico e competenze nell'ambito della progettualità attinente all'insegnamento dell'educazione civica, in occasione del quale un ruolo proattivo potrebbe essere assegnato alla Nostra Professione.

Ciò posto, si producono di seguito le osservazioni sul contenuto di alcune previsioni del menzionato DDL, con la finalità di rimarcare la necessità che, in ogni caso, le facilitazioni per la mobilitazione e la canalizzazione dei risparmi privati verso le attività delle imprese non pregiudichi un'adeguata tutela di soggetti che attratti dalla facilità dell'investimento possono subire pregiudizio in assenza di stringenti regole per intermediari, operatori e società emittenti.

2. Osservazioni

Con riferimento al DDL in esame possono spendersi alcune osservazioni in chiave propositiva.

2.1. Osservazioni in ordine alla estensione della definizione della categoria di piccole e medie imprese emittenti azioni quotate e in ordine alla dematerializzazione delle quote di piccole e medie imprese (artt. 2 e 3 DDL)

L'art. 2 del DDL prevede l'estensione della definizione della categoria di piccole e medie imprese emittenti azioni quotate, modificando l'art. 1, comma 1, lettera w-quater.1) del d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (di seguito, TUF), e ipotizzando, per il futuro, che la qualificazione di PMI sia riconosciuta alle società emittenti azioni quotate che abbiano una capitalizzazione di mercato inferiore a un miliardo di euro (praticamente raddoppiando l'attuale parametro che è di 500.000.000). Anche se la previsione appare finalizzata a incentivare il mercato dei capitali di queste società, si ritiene che il nuovo parametro assunto per la definizione potrebbe risultare eccessivo, anche in considerazione delle garanzie che attualmente sono ideate dall'ordinamento per evitare manipolazioni e opacità per gli investitori. L'attribuzione della qualifica di PMI a un emittente comporta, infatti, alcune significative modificazioni della disciplina applicabile in materia di:

1. trasparenza degli assetti proprietari, con l'innalzamento della soglia minima delle partecipazioni rilevanti da comunicare ai sensi dell'art. 120 del TUF dal 3% al 5%;
2. offerte pubbliche d'acquisto obbligatorie, con specifico riferimento:



- a) alla facoltà degli emittenti PMI di stabilire, per via statutaria, una soglia OPA diversa da quella standard purché compresa tra il 25% e il 40% (art. 106, comma 1-ter del TUF);
- b) alla facoltà degli emittenti PMI di esercitare la facoltà di opt-out statutario dell'obbligo di OPA da consolidamento nei primi cinque anni dalla quotazione (art. 106, comma 3-quater del TUF).

Si rende noto che anche la disciplina dell'OPA obbligatoria per le società non PMI è stata modificata, dal momento che l'art. 106, comma 1-bis, TUF dispone che: *"Nelle società diverse dalle PMI l'offerta di cui al comma 1 è promossa anche da chiunque, a seguito di acquisti, venga a detenere una partecipazione superiore alla soglia del venticinque per cento in assenza di altro socio che detenga una partecipazione più elevata"*.

Ciò posto, le perplessità maggiori sorgono in ordine alle disposizioni contenute nell'art. 3 del DDL relativo alla disciplina della "Dematerializzazione delle quote di piccole e medie imprese", come disciplinate nell'art. 26 del d.l. 18 ottobre 2012, n. 179, convertito con modificazioni dalla legge 17 dicembre 2012, n. 221¹.

Come si evince dal menzionato art. 3, il Governo prevede, più specificatamente, che vengano introdotte misure finalizzate a disciplinare la dematerializzazione delle quote delle PMI costituite in forma di s.r.l.

Di talché, con l'inserimento di nuovo comma 2-bis nel *corpus* del d.l. n. 179/2012, verrebbe prevista l'emissione in forma scritturale delle quote standardizzate di PMI costituite in forma di s.r.l., consentendo di accedere su base volontaria al regime di dematerializzazione di cui all'art. 83-bis TUF, in alternativa ai regimi ordinari previsti per il trasferimento delle quote disciplinati dall'art. 2470 c.c., dall'art. 36, comma 1-bis, d.l. 25 giugno 2008, n. 112, convertito con modificazioni dalla legge 6 agosto 2008, n. 133 e relativo al regime alternativo del trasferimento delle partecipazioni di s.r.l. curato da un professionista iscritto all'Albo dei Commercialisti a ciò abilitato e a quanto previsto dall'art. 100-ter, comma 2-bis TUF. In tal modo, come è dato leggere nella Relazione illustrativa del DDL, l'obiettivo perseguito è di ridurre i conseguenti costi e gli oneri amministrativi legati all'emissione e al trasferimento delle quote nei casi in cui tali società intendano *".. avvicinare al mercato dei capitali"*.

Quanto sopra determina l'applicazione della disciplina contenuta nella sezione I del capo IV del titolo II-bis della parte III TUF, con il corollario dell'applicazione della normativa speciale in punto di "attori" del sistema di gestione accentrata, costituzione di vincoli, obblighi di comunicazione da parte dell'intermediario e della società di gestione, tenuti ad esempio, nella vigente disciplina di cui all'art. 83 – *novies* TUF a fornire informazioni all'emittente ai fini del necessario aggiornamento del libro soci.

Non sorprende allora che il comma 2-quater del novellato d.l. 179/2012, a seguito delle modifiche ipotizzate nel DDL in esame, in esame, andrà a stabilire che per le PMI costituite in forma di s.r.l. che si avvalgano della disciplina della dematerializzazione dei titoli come sopra sinteticamente descritta, sia obbligatorio tenere il libro dei soci. A tal riguardo, giova evidenziare come l'art. 16, comma 12- quater e ss. della legge 28 gennaio 2009, n. 2, di conversione

¹ È doveroso osservare come con il d.l. 24 aprile 2017 n. 50, convertito dalla legge 21 giugno 2017, n. 96 sia stata estesa anche alle s.r.l. qualificabili come PMI (dunque indipendentemente dall'essere innovative) la disciplina già prevista per le start-up innovative ai sensi dell'art. 26, comma 2, 3, 5 e 6 del d.l. 18 ottobre 2012, n. 179. Più specificatamente, l'art. 57, comma 1, del d.l. 24 aprile 2017, n. 50 ha previsto infatti che: «all'articolo 26, commi 2, 5 e 6, del decreto-legge 18 ottobre 2012, n. 179, convertito, con modificazioni, dalla legge 17 dicembre 2012, n. 221, le parole: «start-up innovative» e «start-up innovativa», ovunque ricorrano, sono sostituite dalla seguente: "PMI". A seguito delle riportate modifiche, l'essere start up e il carattere innovativo non assumono più rilevanza ai fini della disciplina, rilevando unicamente la circostanza che si tratti di società che possano qualificarsi come PMI.



del d.l. 29 novembre 2008, n. 185, abbia previsto l'abolizione del libro dei soci per le società a responsabilità limitata, attribuendo alle iscrizioni nel Registro delle Imprese ulteriori effetti nei confronti sia dei terzi sia della stessa società. In quell'occasione, si modificò l'art. 2487 c.c. che prevedeva il libro dei soci tra i libri sociali obbligatori e una serie di altre disposizioni in cui veniva prevista l'iscrizione nel libro soci anche ai fini di validità di alcuni atti (cfr. a titolo d'esempio, la formulazione dell'art. 2470 c.c. previgente alle predette modifiche legislative).

Le previsioni contenute nel DDL che assoggettano al sistema di Gestione accentrata in regime di dematerializzazione le PMI - s.r.l. sembrerebbero contribuire a creare una disciplina ulteriore e speciale rispetto a quella codicistica per le PMI costituite in forma di s.r.l. che intendano offrire al pubblico le proprie quote. È quanto si evince anche dalle disposizioni dell'art. 3, comma 2, in forza delle quali, dovrebbero venir modificate le disposizioni contenute nell'art.100-ter e più precisamente nel comma 2-ter (e non come indicato nel testo del DDL, nel comma 2) in punto di regime alternativo del trasferimento delle partecipazioni.

Ci si interroga allora, se considerate le rilevanti novità introdotte per le piccole e medie imprese costituite in forma di s.r.l. che tendono ad assottigliare le differenze con le PMI emittenti azioni quotate, non si renda necessario suggerire previsioni volte a definire uno "statuto" normativo di tali società in termini di maggior rigore rispetto a quanto già previsto nella disciplina codicistica, nell'ottica di offrire più ampie tutele ai soci investitori e presidi essenziali per garantire simmetria, completezza e affidabilità informativa, nonché l'adeguatezza degli assetti organizzativi, amministrativi e contabili come peraltro oggi impone l'art. 2086, comma secondo, c.c. di società che si "aprono" all'investimento.

Non può sottacersi, infatti, la circostanza che i poteri di controllo e di reazione concessi ai singoli soci di s.r.l. ex art. 2476 c.c. sembrano difficilmente attuabili e coerenti con la posizione dei soci puramente finanziatori nelle ipotesi in cui la PMI raccolga capitali attraverso le modalità descritte. Invero, sembrerebbe essere in atto un capovolgimento di prospettiva rispetto ai modelli societari di capitali disciplinati nel codice civile a seguito della riforma del diritto societario, ove, come è noto, la s.p.a., fondata sulla rilevanza centrale dell'azione, era caratterizzata in maniera diversa rispetto alla s.r.l. fondata sulla rilevanza centrale della persona del socio, interessato alla vita societaria e spesso amministratore.

Così come fuorviante rispetto all'esigenza di tutela degli investitori, appare l'attuale disciplina dell'assetto dei controlli societari recata dall'art. 2477 c.c., ideata unicamente per le società "chiuse" e che consente ai soci, anche nei casi di nomina obbligatoria, di scegliere fra diverse forme di controllo, decidendo finanche la totale soppressione dell'organo di controllo interno deputato alla vigilanza sulla gestione, in luogo del mero controllo legale dei conti.

La precisazione è di non poco conto per quanto attiene alle osservazioni in ordine alla disciplina di PMI costituite in forma di s.r.l. le quote delle quali possono costituire oggetto di offerta al pubblico.

Come è noto, infatti, nei casi in cui la società nominasse un revisore legale, conformemente a quanto previsto dalla Direttiva 2013/34/UE, cui si è aggiunta la successiva Direttiva 2014/56/UE e dalla normativa interna di recepimento (d.lgs. n. 39/2010 e, successivamente, d.lgs.135/2016 che ha integrato e modificato il d.lgs. n. 39/2010) a quest'ultimo potrebbe competere unicamente l'attività di revisione legale e non anche la funzione di vigilanza ex art. 2403 c.c. Tale ultima attività è affidata dall'ordinamento, in via esclusiva, al collegio sindacale (o al sindaco unico, quando istituito) in quanto solo quest'ultimo è organo interno alla società che collabora alla realizzazione



dello oggetto sociale e all'efficienza dell'organizzazione medesima ed è dotato di incisivi poteri, strumentali allo svolgimento della realizzazione dei propri compiti di controllo sull'attività di amministrazione e sull'adeguatezza degli assetti organizzativi amministrativi e contabili, istituiti oggi anche la fine di rilevazione tempestiva della crisi di impresa. Al riguardo è doveroso menzionare come nelle s.r.l., in cui sia stato nominato un revisore legale, il meccanismo ideato nell'art. 25-octies del d.lgs. 12 gennaio 2019, n. 14 (Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza) per la anticipata emersione della crisi, che fonda le proprie basi anche nel disposto dell'art. 2086, secondo comma, c.c. e che risulta incentrato sulla segnalazione di situazioni di squilibrio carattere patrimoniale o economico-finanziario all'organo di amministrazione da parte dell'organo di controllo (e non anche del revisore legale), risulta all'evidenza depotenziato. Senza tralasciare l'importantissima circostanza per cui alle s.r.l. il Codice della crisi ha esteso in via definitiva l'applicazione delle disposizioni dell'art. 2409 c.c. che consentono, come è noto, al collegio sindacale, in quanto organo di controllo societario, di denunciare i fatti al tribunale in caso di fondato sospetto che gli amministratori in violazione dei propri doveri abbiano compiuto gravi irregolarità nella gestione che possono arrecare danno alla società: per la giurisprudenza che si è espressa su tali tematiche, la mancata adozione di assetti adeguati costituisce grave irregolarità nella gestione.

Pertanto, mentre in capo all'organo di controllo societario potranno dunque cumularsi la funzione di vigilanza e quella di revisione legale, al contrario, il revisore legale potrà esercitare esclusivamente l'attività di revisione in ossequio alle summenzionate prescrizioni, con quanto può conseguire, in punto di regole di governance delle PMI costituite in forma di società a responsabilità limitata e di presidi approntati per investitori e creditori di tali società.

Alla luce di tanto, sarebbe auspicabile che il Governo si soffermi sulla revisione dell'intera disciplina delle PMI costituite in forma di società a responsabilità limitata con l'individuazione di regole che siano compatibili con una compagine sociale "diffusa" e che possano offrire le necessarie tutele ai soci finanziatori, ai creditori e al mercato in generale.

In questa prospettiva, si ritiene che andrebbe attentamente riveduta la disciplina dell'assetto dei controlli di tali società, derogando alle previsioni di cui all'art. 2477 c.c. e stabilendo punti di evidente contatto con quanto previsto in ordine al sistema di amministrazione e controllo tradizionale della s.p.a., incentrato, come è noto, sulla compresenza di un organo di amministrazione e di un organo di controllo, il collegio sindacale.

Appare soluzione eccentrica rispetto alle novità introdotte dal DDL in esame, continuare a ipotizzare che una s.r.l. che si rivolga al mercato del capitale di rischio, applicando le previsioni di cui all'art. 2477 c.c. possa essere priva di un organo di controllo cui poter affidare il controllo sull'osservanza della legge e sul rispetto dei principi di corretta amministrazione nonché la vigilanza sull'adeguatezza degli assetti amministrativi, organizzativi e contabili e sul loro concreto funzionamento.

La presenza di un pubblico di soci finanziatori, la soggezione, ancorché volontaria, della società a sistemi di gestione accentata di strumenti finanziari con l'ulteriore conseguente previsione del ripristino del libro dei soci, avvicina questa tipologia di società alle s.p.a., motivo per cui, almeno sotto i profili di governance societaria, si dovrebbe mutuare quanto previsto per le s.p.a.; al più volendo mantenere la semplificazione delle forme di controllo ideate per le s.r.l., apportando gli opportuni adattamenti per coordinare la disciplina dei sindaci di s.p.a. con quella recata dall'art. 2477 c.c. - nella quale, in assenza di differenti previsioni dello statuto, l'organo di controllo è costituito



da un solo membro - la PMI costituita in forma di società a responsabilità limitata potrebbe nominare, in alternativa all'organo pluripersonale, un sindaco unico.

2.2. Osservazioni in ordine alla disciplina in materia di emittenti azioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante

Nell'art. 4 del DDL in esame, è proposta una generalizzata riforma della disciplina degli emittenti strumenti finanziari diffusi, finalizzata a uniformare le discipline esistenti che insistono sulle imprese che intendono accedere al mercato del capitale. In quest'ottica, si pone l'inserimento dell'art. 2325-ter c.c. che ripropone, ampliandone i contenuti, quanto previsto dall'art. 111 Disp. Att. c.c. e dall'art. 116 TUF - che risulterebbero abrogati dall'intervento di riforma - con riferimento alla nozione di società emittenti azioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante, ancorché non quotate in mercati regolamentati. La previsione replica di fatto i contenuti espressi nell'art. 2-bis, comma 1, del regolamento Consob n. 11971/1999, successivamente modificato, (c.d. Regolamento Emittenti).

Al riguardo, secondo quanto si legge nella Relazione illustrativa del DDL, il «*regime delle "società con azioni diffuse" ... rappresenta un regime intermedio tra quelli delle società quotate su "mercati regolamentati" e non quotate sui medesimi*». In effetti, per le società c.d. "aperte" (di cui fanno parte, appunto, società quotate e società c.d. "diffuse") il codice civile detta in materia di *governance* una disciplina per molti aspetti significativamente diversa dalle società c.d. "chiuse".

L'art. 4, al comma 3, ipotizza, tuttavia, di introdurre nel codice civile una nuova disposizione, l'art. 2325-ter, nei termini seguenti:

«Articolo 2325-ter (Società emittenti strumenti finanziari diffusi)

Ai fini di cui all'articolo 2325-bis, sono emittenti azioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante gli emittenti italiani non quotati in mercati regolamentati italiani i quali contestualmente abbiano azionisti diversi dai soci di controllo in numero superiore a cinquecento che detengano complessivamente una percentuale di capitale sociale almeno pari al 5 per cento e superino due dei tre limiti indicati dall'articolo 2435-bis, primo comma».

Sta di fatto che, per come ipotizzata nel DDL in esame, la nozione di "società diffusa" finisce con abbracciare ipotesi fra loro diversissime, non in grado di identificare un fenomeno qualitativamente intermedio tra società quotate e società chiuse.

Per come configurata nel DDL risulta priva di significato, in particolare, la soglia del 5%, che in teoria dovrebbe segnare la misura di rilevanza della diffusione delle azioni fra il pubblico, ossia fra i piccoli azionisti: secondo il testo ipotizzato, però, al raggiungimento del 5% contribuiscono non solo i piccoli azionisti, ma tutti i soci, fuorché il socio di controllo. Sicché, per esempio, secondo la nuova ipotizzata disposizione sarebbe diffusa la società di tre fratelli, ciascuno con il 33,3%, e lo 0,1% distribuito tra più di 500 azionisti.

La nuova ipotizzata disposizione manca, in buona sostanza, di qualificare la misura del 5% quale soglia di rilevante diffusione delle azioni fra piccoli azionisti; si dovrebbe sul punto chiarire che la soglia del 5% si raggiunge solo avendo riguardo ai piccoli azionisti (i quali, a loro volta, come già previsto, dovranno essere nel numero di almeno 500).



Non è tutto.

Con riferimento alle previsioni che dovrebbe recare il nuovo comma 2 dell'art. 2325-ter c.c., in ordine ai casi in cui la società non si debba considerare emittente diffuso non convince l'equiparazione tra emittenti nei cui confronti è stata dichiarata l'insolvenza e la conseguente apertura di una procedura che dispone la cessazione dell'attività dell'impresa ed emittenti rispetto alle quali sia stato omologato un concordato in continuità, ancorché indiretta. Anche in *parte qua*, l'art. 4 del DDL recupera quanto previsto nel Regolamento Emittenti (art. 2-bis, comma 3-bis), ma trascura le recenti innovazioni apportate alla disciplina della crisi di impresa dal d.lgs. 12 gennaio 2019, n. 14, posto che nell'attuale formulazione del Codice della crisi (art. 84), peraltro in ossequio alle previsioni contenute nella Direttiva Insolvency, la continuità aziendale, anche nella forma indiretta, è valore da tutelare, poiché contempla la prosecuzione dell'attività, tutela l'interesse dei creditori e preserva nella misura possibile, i posti di lavoro, proprio al fine di evitare la liquidazione dell'attività.

2.3. Osservazioni in ordine alla modifica in materia di sottoscrizioni di obbligazioni emesse da società per azioni e di titoli di debito emessi da società a responsabilità limitata (art. 7 DDL)

L'art. 7 del DDL in esame attiene alla "Modifica in materia di sottoscrizioni di obbligazioni emesse da società per azioni e di titoli di debito emessi da società a responsabilità limitata".

Più partitamente, la menzionata disposizione prevede espressamente al primo comma che al codice civile le seguenti modificazioni:

- a) all'articolo 2412, quinto comma, dopo le parole: « ad essere » sono inserite le seguenti: « sottoscritte, anche in sede di rivendita, esclusivamente da investitori professionali ai sensi delle leggi speciali qualora tale previsione risulti tra le condizioni dell'emissione ovvero a essere»;
- b) all'articolo 2483, dopo il secondo comma è inserito il seguente:
«Il secondo comma non si applica ai titoli destinati ad essere acquistati esclusivamente da investitori professionali ai sensi delle leggi speciali qualora tale previsione risulti tra le condizioni dell'emissione di cui al quarto comma, senza facoltà di modifica »".

Come è noto, in via di principio l'art. 2412 c.c. fissa un tetto massimo per l'emissione del prestito obbligazionario che non può eccedere "il doppio del capitale sociale (il capitale che viene preso a riferimento per la determinazione del limite è quello effettivamente sottoscritto e versato), della riserva legale e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato". La regola generale soffre alcune eccezioni nei casi tassativamente indicati dal legislatore, in quanto il detto limite può essere superato:

- se le obbligazioni emesse in eccedenza sono sottoscritte da investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale;
- se le obbligazioni, per la parte eccedente, sono garantite da ipoteca di primo grado sugli immobili di proprietà della società.

I limiti previsti dai primi due commi dell'art. 2412 c.c. non si applicano alle emissioni di obbligazioni destinate ad essere quotate in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione ovvero di obbligazioni che danno



il diritto di acquisire ovvero di sottoscrivere azioni (comma 5). Su questa previsione andrebbe a incidere il DDL in esame con la modifica di cui al summenzionato art. 7.

Per quanto di diretto interesse nella ricostruzione della normativa oggetto delle ipotizzate modifiche recate dal DDL in esame, non può sottacersi che i limiti previsti per l'emissione dei prestiti obbligazionari non sono riprodotti nella disciplina dei titoli di debito.

L'art. 2483, primo comma, c.c., infatti, prevede la possibilità che l'atto costitutivo determini "eventuali limiti" all'emissione, di talché l'assenza di limiti non inficia l'emissione dei titoli. Ma i titoli emessi ai sensi del comma primo, per la vigente normativa possono essere sottoscritti solo da investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale a norma delle leggi speciali. In caso di successiva circolazione di tali titoli chi li trasferisce risponde della solvenza della società nei confronti degli acquirenti che non siano investitori professionali ovvero soci della società medesima.

Sul precipuo aspetto della responsabilità degli investitori professionali, l'art. 2483, comma 2, c.c., stabilisce che "*in caso di successiva circolazione dei titoli di debito, chi li trasferisce risponde della solvenza della società nei confronti degli acquirenti che non siano investitori professionali ovvero soci della società medesima*". La norma prevede, dunque, in capo al sottoscrittore una responsabilità solidale (non sussidiaria) con la società emittente insolvente in ordine all'adempimento delle obbligazioni da quest'ultima assunte con l'emissione dei titoli di debito (restituzione della somma capitale e corresponsione della remunerazione del prestito).

Si tratta di una responsabilità espressamente prevista dalla legge a favore degli acquirenti successivi al primo sottoscrittore del titolo, genericamente e astrattamente individuati e dunque riconducibili latamente alla nozione di mercato del capitale di credito. Per tal motivo, si tratta di una responsabilità che non può essere derogata dalle convenzioni tra le parti.

Nello specifico, la norma vigente declina la responsabilità dell'investitore professionale soggetto a vigilanza prudenziale nei confronti degli acquirenti che non siano a loro volta investitori professionali (anche non soggetti a vigilanza prudenziale) o soci della società medesima.

La *ratio* della disposizione si rinviene nella necessità di tutelare il risparmio inconsapevole, vale a dire quei soggetti che vogliono investire, acquistando i titoli, pur privi di competenze tecniche e di informazioni sulla solvenza dell'emittente tali da poter valutare con la diligenza qualificata il rischio dell'investimento. Di talché la norma si giustifica, da un lato, con la necessità di tutelare tutti coloro che non siano riconducibili alla categoria degli investitori professionali e che quindi non abbiano determinate capacità e cognizioni, dall'altro lato, con l'esigenza di tutelare coloro che non sono soci dell'emittente: questi ultimi, infatti, in quanto soggetti dotati di particolari diritti, anche nei casi in cui non venga loro affidata l'amministrazione della società, possono agevolmente ottenere informazioni sulla situazione patrimoniale della società.

Come accennato, la legge dispone che il soggetto che, successivamente alla sottoscrizione, trasferisce i titoli risponde della solvenza dell'emittente nei confronti degli acquirenti che non abbiano le descritte qualificazioni professionali o che non possiedano lo status di socio. Le qualifiche e le qualità in oggetto devono essere possedute al momento dell'acquisto del titolo.

A tale proposito, tuttavia, sono sorte alcune questioni sul corretto ambito applicativo della disposizione.



In primo luogo, la lettera della norma, come detto, mentre esclude che primo sottoscrittore possa essere un soggetto differente da un investitore professionale soggetto a vigilanza prudenziale, ammette che costui possa trasferire successivamente il titolo ad un soggetto che non ne abbia la qualifica. Anche quest'ultimo, a sua volta, può trasferire il titolo a un soggetto non qualificato o differente dai soci della società. Occorre, allora, verificare su chi ricada la responsabilità della solvenza della società in tali ultimi casi, chiarendo se qualsiasi cedente sia responsabile per la solvenza della società nei confronti del cessionario ovvero se sia responsabile solo l'investitore professionale soggetto a vigilanza prudenziale e, in questa ipotesi, precisare, al contempo, se la responsabilità ricada sul primo sottoscrittore ovvero sull'ultimo cedente investitore professionale.

A fronte delle indicazioni fornite dalla relazione illustrativa allo schema di decreto legislativo recante la riforma del diritto societario secondo la quale la soluzione prescelta nella predisposizione dell'art. 2483 c.c. è stata quella di consentire la sottoscrizione dei titoli di debito esclusivamente ad investitori particolarmente qualificati e di imporre a carico di questi sottoscrittori, nel caso in cui i titoli vengano successivamente trasferiti, una garanzia *ex lege* per la solvenza della società, verso tutti i successivi acquirenti e subacquirenti, una parte della dottrina, intenzionata a valorizzare la diffusione dell'istituto, ritiene che la responsabilità ricada sull'ultimo degli investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale che abbia ceduto il titolo di debito finanche nel caso in cui non coincida col primo sottoscrittore. Stando alla formulazione letterale dell'art. 2483, secondo comma, c.c., che accenna agli "acquirenti", la responsabilità di questo soggetto, inoltre, dovrebbe sorgere sia nei confronti del cessionario non qualificato, sia nei confronti del subacquirente non qualificato.

L'orientamento maggioritario ritiene, inoltre, che la garanzia prestata dall'investitore professionale soggetto a vigilanza prudenziale operi per l'intero ammontare del debito e non nei limiti di quanto ricevuto per la cessione del titolo come invece previsto dall'art. 1267 c.c., in relazione alla garanzia della solvenza del debitore ceduto, norma che peraltro trova applicazione nei soli rapporti cedente/ceduto e dunque solo in via negoziale e per volontà del cedente. In altri termini, la garanzia potrebbe venir qualificata come fideiussione *ex lege*, ovvero facendo leva sul riconoscimento della natura cartolare del titolo di debito, essa potrebbe essere assimilata a quella collegata alla girata cambiaria ex art. 19, comma primo, R.D. 14 dicembre 1933, n. 1669. Estendendosi la responsabilità dell'investitore vigilato anche nei confronti di coloro che non sono suoi diretti aventi causa si è dubitato sulla ragionevolezza della soluzione che intenderebbe limitare la responsabilità alla somma versata al primo sottoscrittore (ovvero all'ultimo degli investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale, per quanto sopra detto) dal suo avente causa, somma che il garantito che agisce in regresso ignora.

Quanto al requisito oggettivo, infine, occorre mettere in evidenza come l'art. 2483 c.c. condizioni la responsabilità del garante al manifestarsi dell'insolvenza della società emittente e non al semplice inadempimento.

Tutto ciò posto, con la modifica apportata dal DDL in esame, l'art. 2483 c.c. si andrebbe ad arricchire di un ulteriore comma in forza del quale, in deroga alle previsioni contenute nel secondo comma, nei casi in cui la circolazione sia riservata a investitori professionali non verrebbe a sussistere obbligo di interposizione, con finalità di garanzia della solvibilità, da parte di un investitore professionale soggetto a vigilanza prudenziale. Ciò perché, come si esprime la Relazione illustrativa al DDL in esame, le modifiche proposte hanno come obiettivo di ridurre il costo della provvista da parte di s.p.a. e di s.r.l., dal momento che *"la garanzia prestata dall'investitore professionale è a titolo oneroso e comporta un costo più alto per assicurarsi finanziamenti"*.



La previsione non è del tutto convincente e per le suesposte ragioni di tutela dell'investimento non qualificato si propone un supplemento di riflessione sull'opportunità di un suo inserimento.

In aggiunta a quanto sopra, si ritiene che il DDL non colga anche ulteriori e importanti aspetti della normativa vigente che necessiterebbero di alcune modifiche al fine di efficientare le modalità procedurali ivi considerate.

Nella emissione dei prestiti obbligazionari, il collegio sindacale deve attestare il rispetto del limite fissato dal legislatore (art. 2412 c.c.); nella disciplina dei titoli di debito non sono previste analoghe attestazioni: sarà l'investitore professionale a valutare la capacità della società di rispettare gli impegni assunti con la delibera di emissione in ordine soprattutto al rimborso del capitale e pagamento degli interessi secondo le modalità e nella misura prevista dal regolamento del prestito. L'analisi dell'investitore professionale, presumibilmente, si concretizzerà in una *due diligence* articolata su diversi piani che potrebbero tener conto di: il contesto di mercato, la solidità patrimoniale, il cash flow, il rischio industriale, la dimensione dell'emittente, il business plan.

Si ritiene, pertanto, che potrebbe essere opportuno prevedere che l'emittente, al fine di evidenziare al meglio tali elementi, faccia ricorso a soggetti dotati di elevata professionalità e specifiche competenze tecniche in ambito di *corporate finance*, pianificazione strategica e gestione del rischio, tra i quali possono essere annoverati senza dubbio i Commercialisti.

Ciò posto, occorre in ogni caso notare come, in alternativa e su un piano di revisione generale, potrebbe essere il caso di rimeditare il regime dei controlli ideato per le s.r.l. e disciplinato nell'art. 2477 c.c. e prevedere che, nei casi in cui la s.r.l. emetta titoli di debito, si renda obbligatoria la nomina di un organo di controllo, anche monocratico, cui demandare le verifiche di legalità e osservanza dei principi di corretta amministrazione.

2.4. Osservazioni sulla disciplina in materia di aumenti di capitale, svolgimento delle assemblee delle società per azioni quotate e disposizioni in materia di voto plurimo (artt. 8, 12 e 13 DDL)

L'art. 8 del DDL, rubricato "Misure a favore degli aumenti di capitale", dispone che, sino al 30 aprile 2025, per l'adozione delle deliberazioni di aumento di capitale e di attribuzione agli amministratori della facoltà di aumentare il capitale sociale ex art. 2443 c.c., non si applichi la maggioranza rafforzata del voto favorevole di almeno due terzi del capitale rappresentato in assemblea richiesta dagli artt. 2368, comma 2, secondo periodo, e 2369, commi 3 e 7, c.c. Il secondo comma dell'art. 8 del DDL sancisce che le deliberazioni in parola sono assunte con il voto favorevole della maggioranza del capitale rappresentato in assemblea «anche qualora lo statuto preveda maggioranze più elevate».

Nella parte in cui consente di prescindere dalle maggioranze statutarie, sembrerebbe che la regola di cui all'art. 8 del DDL costituisca una ingerenza del legislatore nell'autonomia privata, scardinando quanto i soci hanno pattuito nello statuto sociale. Tali pattuizioni sono sempre determinanti il sodalizio societario e l'investimento dei soci di minoranza. L'effetto della nuova ipotizzata disposizione è di avvantaggiare un gruppo di soci a danno di altri, tradendo in particolare l'affidamento dei soci di minoranza.

Perplessità del tutto simili possono essere rivolte alle previsioni contenute nell'art. 12 e nell'art. 13 del DDL in esame.



Per quanto attiene alle previsioni dell'art. 12 DDL, si è consapevoli delle facilitazioni relative alle nuove modalità di svolgimento delle assemblee delle azioni quotate introdotte dalla normativa emergenziale emanata durante la pandemia (art. 106 d.l. n. 18/2020, c.d. decreto Cura Italia). L'esperienza del periodo di emergenza ha contribuito a delineare le direttrici per cui sembra diventare ipotizzabile una diversa concezione di "partecipazione" nelle società quotate. In tale prospettiva, l'art. 12 del DDL introduce un nuovo art. 135 undecies-1 TUF volto a consentire agli statuti delle s.p.a. quotate di prevedere che l'intervento in assemblea e l'esercizio del diritto di voto avvengano esclusivamente per il tramite del rappresentante designato dalla società ai sensi dell'art. 135-undecies. In questo modo viene a stabilizzarsi la regola già adottata temporaneamente dall'art. 106 del citato decreto "Cura Italia" (peraltro recentemente prorogata, in sede di conversione in legge del "Decreto milleproroghe 2023" sino al 31 luglio 2023 (art. 3, co. 10-undecies, d.l. n. 198/2022)). I commi seguenti della disposizione del DDL andrebbero poi a vietare la presentazione di proposte di deliberazione e a favorire un agile svolgimento delle assemblee in funzione di maggiore semplificazione e operatività, ma a ridurre l'ambito di intervento dei soci.

Ulteriori osservazioni possono effettuarsi con riferimento alle previsioni di cui all'art. 13 (Disposizioni in materia di voto plurimo): in tal caso, l'ipotizzata modifica dell'art. 2351 c.c. consentirebbe di creare azioni a voto plurimo ulteriormente rafforzato, prevedendo che ciascuna azione possa avere fino a un massimo di dieci voti (oggi è previsto che ciascuna azione possa avere fino a un massimo di tre voti). La relazione illustrativa del DDL precisa che si tratterebbe di disposizione applicabile solo alle nuove quotazioni e finalizzata a *"potenziare la flessibilità del nostro ordinamento societario e ad evitare che la minoranza possa imporre il proprio potere decisionale ..."*, con evidente compressione, per l'appunto, dei poteri delle minoranze azionarie, alle quali in caso di dissenso resterebbe unicamente esercitare il diritto di recesso ai sensi e per gli effetti di cui all'art. 2437, comma 1, lett. g), c.c.

2.5. Osservazioni in ordine alle proposte relative alle misure di educazione finanziaria (art. 21 DDL)

Nell'ambito delle modifiche apportate alla legislazione vigente dall'art. 21 del DDL in esame con riferimento alle progettualità in ordine all'educazione finanziaria, è nostra opinione che un ruolo attivo e fondamentale potrebbe essere svolto dai professionisti iscritti nel nostro Albo, portatori di specifiche competenze tecniche nella materia della finanza, del risparmio e dell'investimento.

Pertanto, al fine di coinvolgere i nostri professionisti nel progetto di educazione finanziaria individuato nell'art. 21 del DDL in esame, si propone di modificarne le previsioni ipotizzate nel secondo comma e relative alla novellazione del d.l. n. 237/2016 convertito con modificazioni dalla legge 17 febbraio 2017, n. 15.

Più precisamente, sarebbe auspicabile ipotizzare una modifica di quanto disposto nella lett. b) del comma 2 dell'art. 21 del DDL in esame, secondo cui, all'art. 24-bis del decreto-legge 23 dicembre 2016, n. 237, convertito, con modificazioni, dalla legge 17 febbraio 2017, n. 15, sono apportate le seguenti modificazioni:

"b) dopo il comma 10, è inserito il seguente:

« 10-bis. Il Ministero dell'istruzione e del merito, sentito il Comitato, sottoscrive appositi accordi con la Banca d'Italia e la Commissione nazionale per le società e la borsa al fine di promuovere la cultura dell'educazione finanziaria, nel rispetto dell'autonomia scolastica e nei limiti delle risorse umane, strumentali e finanziarie disponibili a legislazione vigente».



Stante la richiamata formulazione, si ritiene che, in una prospettiva *de jure condendo*, possa essere considerata l'opportunità che il Ministero dell'istruzione e del merito possa farsi promotore della sottoscrizione di appositi accordi anche con il Consiglio Nazionale dei Dottori commercialisti e degli Esperti contabili, per incentivare a livello locale, tramite gli Ordini territoriali o le loro fondazioni, la promozione e la diffusione della cultura dell'educazione finanziaria grazie all'apporto dei nostri iscritti specializzati su tali ambiti disciplinari, in ossequio alle previsioni dell'ordinamento della Professione (cfr. art. 1, comma 3, lett. g, d.lgs. n. 139/2005).