

Emanuele Cusa

---

**LE QUOTE DI S.R.L. POSSONO  
ESSERE VALORI MOBILIARI**

---

Estratto

EMANUELE CUSA \*

## Le quote di s.r.l. possono essere valori mobiliari

SOMMARIO: 1. Tesi. — 2. Valore mobiliare e quota di s.r.l. — 3. La nozione di valore mobiliare. — 3.1. La negoziabilità. — 3.2. La standardizzazione. — 3.3. Il mercato dei capitali. — 3.4. La necessaria offerta al pubblico. — 4. La quota di s.r.l. regolata solo dal codice civile. — 5. La quota di s.r.l. in forma standardizzata. — 6. La quota di s.r.l. offerta su portali on-line. — 7. La quota di s.r.l. negoziata ai sensi dell'art. 100-ter TUF. — 8. La quota di s.r.l. dematerializzata.

1. Tesi di questo scritto è la possibilità di qualificare, in presenza di determinate condizioni, la quota di partecipazione del socio di una s.r.l. come valore mobiliare, ritenendo sussumibile il relativo bene nella fattispecie tratteggiata dall'art. 1, comma 1-*bis*, d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (TUF).

2. Se è unanime tra i giuristi teorici e pratici la qualificazione della quota di s.r.l. come prodotto finanziario ai sensi dell'art. 1, comma 1, lett. *u*), TUF <sup>(1)</sup>, non c'è alcuna certezza sulla possibile qualificazione della quota di s.r.l. come valore mobiliare ai sensi dell'art. 1, comma 1-*bis*, TUF <sup>(2)</sup>.

(\*) Professore Associato di Diritto Commerciale presso l'Università di Milano-Bicocca.

<sup>(1)</sup> 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 ».

<sup>(2)</sup> Al contrario, in alcuni altri ordinamenti (per ora direi minoritari in Europa) non si dubita sul fatto che la partecipazione sociale emessa da una società simile alla nostra s.r.l. possa qualificarsi come valore mobiliare. Tra questi ordinamenti segnalo, da ultimo, quello belga. Ai sensi infatti degli artt. 5:1, 5:2 e 5:18 *Code des sociétés et des associations* (in vigore dal 1°

Una volta ricordato che la nozione di valore mobiliare costituisce un sottoinsieme della nozione di strumento finanziario di cui all'art. 1, comma 2, TUF (stante l'Allegato I, Sezione C, TUF, richiamato da quest'ultima disposizione) <sup>(3)</sup> e una volta precisato che la quota di s.r.l., per il suo contenuto, non può certamente appartenere ad alcuno dei sottoinsiemi diversi dai valori mobiliari elencati nell'Allegato appena citato, posso affermare che la quota di s.r.l., se e quando sarà qualificata come valore mobiliare, sarà altresì automaticamente qualificata come strumento finanziario.

Recentemente si sta imponendo la tesi secondo la quale la quota di s.r.l. possa qualificarsi come un valore mobiliare.

Alcuni ritengono che la quota di s.r.l. diventi un valore mobiliare, quando la medesima sia offerta attraverso portali per la raccolta di capitali ai sensi dell'art. 100-ter TUF <sup>(4)</sup>.

Altri invece sostengono che la quota di s.r.l. sia qualificabile come valore mobiliare, quando questa sia stata emessa « in forma standardizzata »; la quota diverrebbe pertanto valore mobiliare prima e a prescindere dalla sua offerta in uno dei predetti portali, semplicemente avvalendosi dell'autonomia statutaria consentita dall'art. 26 d.l. 18 ottobre 2012, n. 179, conv. con modifiche dalla l. 17 dicembre 2012, n. 22 <sup>(5)</sup>; sicché le quote di s.r.l. standardizzate « e i relativi emittenti parrebbero poter trovare spazio, secondo il

maggio 2019 in forza dell'art. 38 *Loi introduisant le Code des sociétés et des associations et portant des dispositions diverses*) la *société à responsabilité limitée* di diritto belga emette azioni in favore dei propri azionisti e tali azioni possono essere non solo dematerializzate ma anche negoziate nei mercati regolamentati, così potendo essere sussunto il relativo emittente nella definizione di società quotata di cui all'art. 1:11 di tale codice.

<sup>(3)</sup> Sulle nozioni di valore mobiliare e di strumento finanziario cfr., da ultimo, S. PATRIARCA, *L'oggetto delle attività che si svolgono nel mercato finanziario: dal valore mobiliare allo strumento finanziario, in un quadro in costante evoluzione*, in *Il Testo Unico dell'intermediazione finanziaria*, a cura di M. Cera - G. Presti, Bologna, 2019, in corso di pubblicazione, ove anche ampia trattazione in chiave diacronica.

<sup>(4)</sup> In questo senso, da ultimo, rinvio a F. BONCRISTIANO, *Autorità private e mercati finanziari: il caso dei portali di equity crowdfunding*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2019, I, 109. Questa opinione è probabilmente maggioritaria tra i pratici, benché non costituiscano un campione statisticamente significativo i documenti informativi semplificati di offerte sui portali di cui all'art. 50-quinquies che ho esaminato in occasione della stesura del presente scritto; in effetti, in detti documenti le quote di s.r.l. sono denominate nei seguenti tre modi diversi: strumenti finanziari, strumenti finanziari dematerializzati, strumenti finanziari "dematerializzati".

<sup>(5)</sup> Secondo P. BENAZZO, *Categorie di quote, diritti di voto e governance della "nuovissima" s.r.l.: quale ruolo e quale spazio per la disciplina azionaria nella s.r.l.-PMI aperta*, in questa *Rivista*, 2018, 1461-1462, con la configurazione statutaria delle quote di s.r.l. secondo il modello azionario grazie alle deroghe alla disciplina civilistica contenute nell'art. 26 d.l. n. 179/2012, la s.r.l. qualificatasi PMI (diventata nel frattempo s.r.l.-PMI aperta in base alla terminologia di tale autore) si vedrebbe automaticamente applicata una diversa disciplina societaria, per lo più mutuata da quella della s.p.a., essendo diventata la s.p.a. il modello di riferimento della s.r.l.-PMI aperta.

regolamento e i criteri autodefiniti dal gestore della specifica sede di negoziazione, in un mercato di crescita per le PMI (e non solo ...) » <sup>(6)</sup>.

Se fosse corretta la ricostruzione indicata nel precedente capoverso, la gran parte delle s.r.l. potrebbe organizzarsi in modo da emettere quote qualificabili come valori mobiliari.

In effetti, sia che si adotti la definizione di piccola e media impresa (PMI) ai sensi dell'art. 1, comma 5-*novies*, TUF (corrispondente a una delle condizioni di applicazione degli artt. 50-*quinquies* e 100-*ter* TUF, costituenti a loro volta i due principali frammenti della disciplina dei portali online nei quali poter offrire le quote di s.r.l.) <sup>(7)</sup>, sia che si adotti la definizione di PMI solo presupposta dall'art. 26 d.l. n. 179/2012 (anche se probabilmente coincidente con quella di cui all'art. 1, comma 5-*novies*, TUF <sup>(8)</sup>), in ragione del riferimento ai portali online menzionati nell'art. 26, comma 5, d.l. n. 179/2012, oggi regolati, appunto, dal combinato disposto degli artt. 50-*quinquies* e 100-*ter* TUF), la quasi totalità delle s.r.l. potrebbe emettere quote di partecipazione qualificabili come valori mobiliari <sup>(9)</sup>.

Qualificare una quota di s.r.l. come valore mobiliare — a sua volta da qualificare come strumento finanziario in ragione del sopra ricordato rapporto di specie a genere che contraddistingue queste due definizioni del TUF — determina le seguenti due importanti conseguenze sulla base della disciplina vigente:

(i) una s.r.l. potrebbe ricorrere al mercato per raccogliere capitale di rischio, mediante canali finora mai utilizzati <sup>(10)</sup>, diventando cioè un emittente i cui strumenti finanziari siano ammessi in un sistema multilaterale di

<sup>(6)</sup> Le parti virgolettate del capoverso cui si collega questa nota sono tratte da M. CIAN, *Le sedi di negoziazione diverse dai mercati regolamentati*, in *Studium iuris*, 4/2019, 457.

<sup>(7)</sup> Non coincidente con quella contenuta nell'Allegato della raccomandazione 2003/361/CE del 6 maggio 2003. In effetti, l'art. 2, paragrafo 1, lett. f), primo alinea, i), regolamento (UE) n. 2017/1129 del 14 giugno 2017 (Regolamento Prospetti), richiamato dall'art. 1, comma 5-*novies*, TUF, pone sullo stesso piano (diversamente dalle previsioni contenute dalla raccomandazione 2003/361/CE) i parametri del numero dei dipendenti, dell'attivo dello stato patrimoniale e del fatturato annuale dell'impresa da qualificare come PMI.

<sup>(8)</sup> Così, pare, anche M. MALTONI - A. RUOTOLO - D. BOGGIALI, *La nuova disciplina delle (PMI) società responsabilità limitata*, corrispondente allo Studio del Consiglio nazionale del notariato n. 101/2018, approvato il 19 aprile 2018 dalla Commissione Studi d'impresa del predetto Consiglio, in *Studi e Materiali*, 2/2018, 326 ss.

<sup>(9)</sup> In effetti, in base alle ultime statistiche (fornite dall'ISTAT nel 2018, relativamente all'anno 2016, disponibili su [www.istat.it](http://www.istat.it)), il 99,89% delle s.r.l. attive ha un numero medio annuo di addetti inferiore a 249. Naturalmente, la predetta percentuale può variare, se si tiene conto degli altri due parametri da usarsi per qualificare come PMI una s.r.l. ai sensi dell'art. 1, comma 5-*novies*, TUF.

<sup>(10)</sup> A luglio 2019 non esistevano infatti s.r.l. ammesse all'AIM Italia, ad oggi l'unico mercato italiano qualificabile come mercato di crescita per le PMI ai sensi degli artt. 61, comma 1, lett. g), 69 TUF.

negoziante (MTF, acronimo di *Multilateral Trading Facility*)<sup>(11)</sup>, eventualmente qualificabile come mercato di crescita per le PMI ai sensi degli artt. 61, comma 1, lett. g), 69 TUF<sup>(12)</sup>. Viceversa, una s.r.l., quand'anche qualificatasi PMI, non potrebbe mai fare « ricorso al mercato del capitale di rischio » ai sensi dell'art. 2325-*bis* c.c., essendo precluso a questa società di diventare vuoi una società con azioni quotate ai sensi dell'art. 119 TUF, vuoi un emittente « strumenti finanziari che, ancorché non quotati in mercati regolamentati italiani, siano diffusi tra il pubblico in misura rilevante » *ex* art. 116, comma 1, TUF<sup>(13)</sup>; queste due preclusioni, infatti, discendono dall'impossibilità di rappresentare le quote di s.r.l. come azioni, in forza del divieto di cui all'art. 2468, comma 1, c.c., nella parte (non derogata dai commi 2 e 5 dell'art. 26 d.l. n. 179/2012) in cui si prevede, appunto, che « le partecipazioni dei soci non possono essere rappresentate da azioni »;

(ii) la quota di s.r.l. qualificabile come valore mobiliare sarebbe sottoposta a buona parte della disciplina contenuta nel TUF, cioè a quella la cui applicazione presupponga uno strumento finanziario. Pertanto, a mo' d'esempio, in presenza di quote di s.r.l. così qualificate, chi esercitasse professionalmente nei confronti del pubblico servizi e attività di investimento (come definiti nell'art. 1, comma 5, TUF) aventi ad oggetto tali quote dovrebbe essere autorizzato a farlo (con il conseguente rispetto degli artt. 18 - 20-*bis* TUF) e dovrebbe osservare le regole di condotta di cui agli artt. 21 - 24-*bis* TUF; le quote in parola diverrebbero poi il presupposto applicativo della disciplina dei mercati contenuta nella parte III del TUF, potendosi negoziare solo strumenti finanziari nel mercato secondario (*rectius*, in una sede di negoziazione *ex* art. 1, comma 5-*octies*, lett. c), TUF, sintagma corrispondente all'espressione inglese *trading venue* nel diritto unionale del sistema finanziario); infine, alle predette quote si applicherebbe la disciplina sull'abuso di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato di cui agli artt. 180 ss. TUF.

### 3. Stante l'oggetto del presente saggio, esamino i soli prodotti finan-

(11) Così M. SPERANZIN, *Piccole-medie imprese tra autonomia statutaria e ibridazione dei tipi (con particolare riferimento alle partecipazioni prive del diritto di voto)*, in questa *Rivista*, 2018, 339, nt. 19.

(12) Il che è ritenuto ammissibile *de iure condito* da P. BENAZZO (nt. 5), 1459.

(13) In effetti, tenuto conto dell'attuazione dell'art. 116 TUF — mediante l'art. 2-*bis*, comma 3, regolamento di attuazione del TUF concernente la disciplina degli emittenti, adottato con delibera Consob n. 11971 del 14 maggio 1999 (Regolamento Emittenti) —, per poter essere qualificato come emittente diffuso (cioè con strumenti diffusi fra il pubblico in modo rilevante) occorre emettere azioni, ma ciò è precluso a una s.r.l., anche qualificatasi PMI, come rammento nel testo. In ogni caso, a luglio 2019 non esistevano s.r.l. elencate dalla Consob tra gli emittenti strumenti finanziari diffusi tra il pubblico in misura rilevante.

ziari emessi da società con personalità giuridica e rappresentanti capitale di rischio, cioè aventi come rapporto sottostante il contratto di società <sup>(14)</sup>.

A mio parere, per integrare la nozione di valore mobiliare di cui all'art. 1, comma 1-*bis*, TUF (corrispondendo a mere esemplificazioni di tale nozione le categorie di valori elencate nelle lettere del predetto comma 1-*bis*), occorre che il prodotto finanziario (ai sensi dell'art. 1, comma 1, lett. *u*), TUF) sia contestualmente:

- (i) negoziabile <sup>(15)</sup>;
- (ii) standardizzato;
- (iii) offerto « nel mercato dei capitali ».

I tre presupposti appena elencati sono necessari per integrare anche la nozione di valore mobiliare tratteggiata dall'art. 4, par. 1, punto 44, direttiva 2014/65/UE del 15 maggio 2014 (MIFID II), della quale la corrispondente nozione italiana è (anzi, deve essere) una copia.

Questa nozione di diritto unionale — esattamente corrispondente a quella di valore mobiliare che era prevista dall'art. 4, par. 1, punto 18, direttiva 2004/39/EC del 21 aprile 2004 (MIFID I), abrogato dal 3 gennaio 2018 — concorre a individuare, sempre nel diritto unionale (e, di conseguenza, nei diritti nazionali degli Stati membri dell'Unione europea), non solo l'oggetto dei servizi e delle attività di investimento (essendo i valori mobiliari un sottoinsieme degli strumenti finanziari ai sensi dell'allegato I, sezione C, MIFID II), ma anche l'oggetto delle offerte pubbliche il cui doveroso prospetto sia stato approvato a partire dal 21 luglio 2019 e sia disciplinato dal Regolamento Prospetti (essendo l'offerta al pubblico di valori mobiliari diversi dagli strumenti del mercato monetario con scadenza inferiore all'anno ciò che, di regola, fa scattare il dovere di redigere e pubblicare un apposito prospetto, ai sensi degli artt. 1, par. 1 e 2, lett. *a*), Regolamento Prospetti).

Dunque, l'art. 4, par. 1, punto 44, MIFID II, assieme alla relativa interpretazione offertaci dalle competenti autorità dell'Unione europea — *in primis* dall'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (meglio

<sup>(14)</sup> Non mi occupo invece dei prodotti finanziari aventi come rapporto sottostante il contratto di associazione in partecipazione, poiché, stante l'art. 26, comma 7, d.l. n. 179/2012 (comunque inapplicabile alla s.r.l. qualificatasi PMI), aderisco alla tesi di chi (per tutti P. BENAZZO (nt. 5), 1452) ritiene che le s.r.l. (diverse da quelle qualificabili come *start-ups* innovative o come PMI innovative) non possano emettere gli strumenti finanziari sussumibili nella fattispecie tratteggiata dagli artt. 2346, comma 6 e 2351, comma 5, c.c. (circa il rapporto tra questa fattispecie e il contratto di associazione in partecipazione cfr. G. MIGNONE, *L'associazione in partecipazione*, Milano, 2008, 253 ss.). Sostengo pertanto che le s.r.l. di diritto comune e le s.r.l. qualificate PMI possano ricorrere al mercato dei capitali emettendo soltanto quote di partecipazione (se abbisognano di capitale di rischio) e titoli di debito *ex art.* 2483 c.c. (se abbisognano di capitale di debito).

<sup>(15)</sup> Come è pacifico in dottrina, il requisito della negoziabilità non è invece richiesto per integrare la nozione di strumento finanziario.

conosciuta come ESMA, acronimo di *European Securities and Markets Authority*) —, assumono un ruolo centrale nell'economia del presente saggio, poiché la nozione di valore mobiliare valevole per il diritto italiano del sistema finanziario deve essere conforme con quella, corrispondente e sovraordinata, valevole per il diritto unionale del sistema finanziario <sup>(16)</sup>.

3.1. Il prodotto finanziario, per essere negoziabile, deve essere idoneo a diventare oggetto non solo di negozi (se così fosse, basterebbe che lo stesso possa essere oggetto di un negozio di sottoscrizione), ma anche di trasferimenti (nel senso che il valore mobiliare dovrebbe poter essere oggetto anche di negozi volti a cedere il bene previamente sottoscritto).

Detto altrimenti, dalla lettura del TUF e dal comune significato attribuito al termine negoziabile nel mondo finanziario ricavo che la negoziabilità equivalga alla scambiabilità sul mercato dei capitali <sup>(17)</sup>. Pertanto, non può esservi un valore mobiliare che può essere solo sottoscritto e non anche trasferito in tale mercato.

Quindi, il requisito della negoziabilità sottende la potenziale presenza del prodotto finanziario nel mercato sia primario, sia secondario <sup>(18)</sup>.

Naturalmente, scambiabilità del valore mobiliare vuol dire trasferibilità non tanto (e non solo) della proprietà del valore mobiliare sottoscritto o ceduto, quanto (di solito, in aggiunta) della legittimazione a esercitare i diritti incorporati in tale valore. L'investitore nel mercato dei capitali, infatti, è interessato a esercitare (almeno in parte) detti diritti, i quali rendono il bene acquistato una « forma di investimento di natura finanziaria » (art. 1, comma 1, lett. *u*), TUF).

<sup>(16)</sup> Sulla nozione di valore mobiliare nel diritto dell'Unione europea cfr., da ultimo, P. HACKER - C. THOMALE, *Crypto-Securities Regulation: ICOs, Token Sales and Cryptocurrencies under EU Financial Law*, in *European Company and Financial Law Review*, 4/2018, 662 ss. Secondo P. HACKER - C. THOMALE (nt. 16 *supra*), 669-670, vi sarebbe il seguente autonomo requisito che occorrerebbe rispettare per integrare la fattispecie del valore mobiliare: la comparabilità funzionale del bene da qualificare con le esemplificazioni contenute nelle tre lettere dell'art. 4, par. 1, punto 44, MIFID II; sicché, secondo tali autori, vi potrebbe essere un bene che non potrebbe essere qualificato come valore mobiliare, se, pur avendo i requisiti della trasferibilità, della negoziabilità e della standardizzazione, non fosse comparabile con gli esempi archetipici elencati nelle tre succitate lettere. In ogni caso, qualora si condividesse la prospettata opzione ermeneutica, una quota di s.r.l. trasferibile e standardizzata sarebbe certamente comparabile funzionalmente con i prodotti esemplificati alla lettera *a*) dell'art. 4, par. 1, punto 44, MIFID II, corrispondente alla lettera *a*) dell'art. 1, comma 1-*bis*, TUF.

<sup>(17)</sup> A conferma di quanto scritto nel testo ricordo che il sintagma « valori mobiliari » — così come è definito nell'art. 4, par. 1, punto 44, MIFID II — corrisponde, nella versione inglese della direttiva in parola, al sintagma « transferable securities ».

<sup>(18)</sup> Nel testo, dunque, intendo il requisito della negoziabilità in modo diverso da P. HACKER - C. THOMALE (nt. 16), 664, per i quali il requisito della trasferibilità (inteso come mero fatto del passaggio della proprietà) è distinto dal requisito della negoziabilità (inteso come facilità con la quale la proprietà può essere trasferita).

Tuttavia, il carattere della negoziabilità del valore mobiliare (tenendo conto di quale sia il sostrato civilistico delle partecipazioni delle società con personalità giuridica <sup>(19)</sup>) può non coincidere con la sua libera trasferibilità <sup>(20)</sup>.

Ciò può essere fatto discendere dall'art. 66, comma 2, TUF, il quale impone solo ai valori mobiliari ammessi e negoziati nei mercati regolamentati (nel significato delineato dall'art. 1, comma 1, lett. *w-ter*), TUF) di essere « liberamente negoziabili », cioè liberamente trasferibili <sup>(21)</sup>.

Dunque, vi possono essere valori mobiliari non liberamente trasferibili, se negoziati fuori dai mercati regolamentati.

A riprova di quanto appena affermato, ricordo l'art. 2-*bis*, comma 3, Regolamento Emittenti, il quale, nell'individuare l'insieme degli « emittenti strumenti finanziari diffusi fra il pubblico in misura rilevante », ne esclude quelli « le cui azioni sono soggette a limiti legali alla circolazione riguardanti anche l'esercizio dei diritti aventi contenuto patrimoniale ». Ma ciò significa che potrebbero essere qualificati come valori mobiliari (appartenenti al genere degli strumenti finanziari cui si riferisce il citato art. 2-*bis*) anche i prodotti finanziari la cui circolazione sia limitata non solo statutariamente <sup>(22)</sup>,

<sup>(19)</sup> Dagli artt. 2355-*bis*, 2469 e 2530 c.c. si possono chiaramente distinguere le seguenti tre situazioni relative alla circolazione delle partecipazioni sociali: trasferibilità libera, trasferibilità limitata, intrasferibilità.

<sup>(20)</sup> *Contra* A. GIANNELLI, *Strumenti finanziari e dematerializzazione*, in P. SFAMENI - A. GIANNELLI, *Diritto degli intermediari e dei mercati finanziari*<sup>3</sup>, Milano, 2018, 285, il quale però precisa che godrebbero del requisito della libera trasferibilità « i titoli azionari emessi da società non quotate il cui statuto contenga clausole limitative alla trasferibilità, quali le clausole di prelazione », mentre sarebbero privi del predetto requisito i titoli il cui trasferimento sia limitato da clausole di gradimento o addirittura escluso, anche se per un periodo di tempo limitato. Sempre A. GIANNELLI (nt. 20 *supra*), 287, proprio con riguardo alle quote di s.r.l., afferma che esse non sono valori mobiliari, poiché non sono incorporate in titoli e non sono dotate della negoziabilità.

<sup>(21)</sup> A riprova del fatto che negoziabilità significhi anche trasferibilità ricordo l'art. 2.1.3, comma 2, lett. c), regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A. (edizione 1° luglio 2019), nel quale si prevede che siano liberamente negoziabili anche gli strumenti finanziari « il cui trasferimento sia soggetto a restrizioni (...) qualora la restrizione non comporti alcun rischio di perturbare il mercato ». Certamente Borsa Italiana S.p.A. qualifica le azioni emesse dalle banche popolari o dalle cooperative di assicurazione come liberamente negoziabili, benché la legittimazione dei diritti non aventi contenuto patrimoniale (tra cui quello di voto in assemblea) in esse incorporati non circoli senza il gradimento legale del consiglio di amministrazione.

<sup>(22)</sup> Così, tra gli altri, Consob, Comunicazione n. DIE/DME/0013182 del 18 febbraio 2014, relativamente ad azioni che erano state emesse da una s.p.a. con dei limiti statuari alla loro circolazione. Più in generale, nello stesso senso, Esma, *Questions and Answers. Perspectives*<sup>30</sup>, aprile 2019, 56, la quale afferma che il requisito della negoziabilità sussiste, quand'anche la trasferibilità dello strumento finanziario sia stata ridotta contrattualmente (« on a contractual basis, such as selling restrictions applicable in a specific country or by a lock up agreement between the Company and existing shareholders »), a meno che le restrizioni in parola siano tali da rendere lo strumento intrasferibile (« some restrictions may be so broad that

ma anche legalmente. Il che accade, ad esempio, per le azioni delle banche popolari; in effetti, il rifiuto del consiglio di amministrazione di una di queste banche all'ammissione a socio di un suo azionista, pur impedendo l'esercizio dei diritti amministrativi incorporati nella partecipazione sociale di questo azionista *ex art.* 30, comma 6, d.lgs. 1° settembre 1993, n. 385 (TUB), non preclude al relativo emittente di essere qualificato come diffuso <sup>(23)</sup> o, addirittura, quotato (cioè con azioni quotate in mercati regolamentati) <sup>(24)</sup>.

Certamente, è invece innegoziabile (e pertanto non è qualificabile come valore mobiliare) un prodotto finanziario il cui trasferimento è non già semplicemente limitato, bensì escluso negozialmente <sup>(25)</sup> o, a maggior ragione, legalmente. Il che può accadere per qualsiasi partecipazione sociale emessa da una delle società con personalità giuridica conforme a uno dei tipi tratteggiati nel codice civile. Infatti, può statutariamente prevedersi l'intrasferibilità (e pertanto l'inegoziabilità) delle partecipazioni sociali delle s.r.l. (art. 2469, comma 2, c.c.), delle cooperative (art. 2530, comma 6, c.c.) e, dal 2003, delle s.p.a. (art. 2355-*bis*, comma 1, c.c.) e delle s.a.p.a. (ai sensi dell'art. 2454 c.c., essendo compatibile con la disciplina delle s.a.p.a. l'art. 2355-*bis*, comma 1, c.c.).

Considerato il necessario legame tra negoziabilità e mercato dei capitali, certamente è innegoziabile anche il prodotto finanziario che, benché trasferibile (quand'anche liberamente), non possa essere offerto al pubblico, nel mercato primario o in quello secondario, o per disposizione di legge (come prevede l'art. 2468, comma 1, c.c.), o per apposita clausola statutaria.

In conclusione, è negoziabile un prodotto finanziario che può essere almeno sottoscritto e trasferito nel mercato dei capitali.

3.2. Un prodotto finanziario, per essere qualificato come valore mobiliare, deve appartenere a un insieme omogeneo di prodotti finanziari <sup>(26)</sup>.

Il che può trarsi dal sintagma « categorie di valori » di cui all'art. 1, comma 1-*bis*, TUF, esattamente corrispondente all'espressione contenuta nell'art. 4, par. 1, punto 44, MIFID II.

they result in transforming “transferable securities” into non-transferable securities »); la stessa autorità unionale precisa comunque che essa accerterà caso per caso la presenza del requisito della negoziabilità di uno strumento ogni volta che il suo trasferimento sia soggetto a restrizioni.

<sup>(23)</sup> In effetti, molte banche popolari sono state qualificate dalla Consob come emittenti diffusi e pertanto le azioni di questi emittenti sono qualificabili come valori mobiliari.

<sup>(24)</sup> Come erano alcune banche popolari, prima di essere state costrette a trasformarsi in s.p.a. in forza dell'art. 1 d.l. 24 gennaio 2015, n. 3, conv. con mod. dall'art. 1, comma 1, l. 24 marzo 2015, n. 33.

<sup>(25)</sup> Dello stesso avviso è, tra gli altri, F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*<sup>9</sup>, Torino, 2017, 98.

<sup>(26)</sup> Così anche, circa il diritto dell'Unione europea, P. HACKER - C. THOMALE (nt. 16), 666-667. Sul fatto che gli strumenti finanziari presuppongano una loro pluralità e una loro de-personalizzazione cfr. S. PATRIARCA (nt. 3).

Ad analoghe conclusioni pervengono le autorità degli Stati membri dell'Unione europea, chiamate a vigilare i corrispondenti mercati mobiliari nel rispetto del diritto unionale del sistema finanziario; queste autorità, infatti, ritengono che i valori mobiliari debbano corrispondere a unità interscambiabili o fungibili, emesse dallo stesso emittente, capaci di mostrare somiglianze e di attribuire gli stessi (o equivalenti) diritti allo stesso gruppo di investitori <sup>(27)</sup>.

Più precisamente, ritengo che un prodotto finanziario appartenga a una categoria di valori ai sensi dell'art. 1, comma 1-*bis*, TUF, a condizione che tutti i prodotti della stessa categoria abbiano uguale valore e conferiscano uguali diritti (mutuando così l'espressione di cui all'art. 2348, comma 1, c.c.). Solo in questo modo, infatti, rimanendo a ciò che rappresenta porzioni di capitale sociale, i prodotti finanziari diversi dalle azioni possono ritenersi « equivalenti ad azioni » *ex art. 1, comma 1-*bis*, lett. a), TUF.*

Come è stato giustamente notato <sup>(28)</sup>, la doverosa standardizzazione dei valori mobiliari è funzionale alla loro negoziabilità nel mercato dei capitali, cioè — come preciserò tra breve — alla loro capacità di essere offerti al pubblico.

Ma, allora, una conferma della necessaria serialità dei valori mobiliari discende dalla collegata disciplina delle offerte al pubblico di cui agli artt. 93 ss. TUF, almeno secondo la consolidata posizione della Consob <sup>(29)</sup>, seguita dai giudici di legittimità <sup>(30)</sup>; in effetti, secondo queste autorità, possono essere oggetto di tali offerte solo prodotti finanziari con un contenuto che sia standardizzato e idoneo a impedire contrattazioni individuali e personalizzate tra offerente e oblati <sup>(31)</sup>.

3.3. La MIFID II, il TUF e le corrispondenti discipline degli altri Stati membri dell'Unione europea <sup>(32)</sup> non definiscono espressamente il sintagma « mercato dei capitali », quando lo utilizzano <sup>(33)</sup>.

<sup>(27)</sup> Quanto riportato nel testo risulta da Esmā, *Annex 1. Legal qualification of crypto-assets - survey to NCAs*, gennaio 2019, 4-5.

<sup>(28)</sup> Ad esempio da P. HACKER - C. THOMALE (nt. 16), 667.

<sup>(29)</sup> In questo senso cfr., tra gli altri, Consob, comunicazione n. DIN/1055860 del 19 luglio 2001.

<sup>(30)</sup> Da ultimo, Cass., 18 marzo 2019, n. 7575, inedita.

<sup>(31)</sup> Così Consob, comunicazione n. DAL/97007063 del 13 agosto 1997.

<sup>(32)</sup> Come ci ricorda l'Esmā in *Annex 1. Legal qualification of crypto-assets - survey to NCAs*, gennaio 2019, 7. Ciò nonostante, la gran parte (23 su 29) delle autorità nazionali di controllo del mercato mobiliare che hanno risposto al relativo questionario dell'Esmā interpreta il sintagma « mercato dei capitali » contenuto nel diritto unionale come il luogo in cui si incontrano interessi di acquisto e di vendita.

<sup>(33)</sup> F. ANNUNZIATA (nt. 25), 98, ritiene non solo che la nozione di mercato dei capitali presupposta nella definizione di valore mobiliare possa essere desunta solo dalla prassi e dall'analisi economica, ma anche che la stessa nozione di negoziabilità presupposta nella predetta definizione sia individuabile, almeno nei casi dubbi, ancora dalla prassi dei mercati finanziari.

Tuttavia, il TUF indirettamente ci indica che « mercato dei capitali » non può avere un significato coincidente con il sintagma « sede di negoziazione » di cui all'art. 1, comma 5-*octies*, lett. c), TUF (a sua volta corrispondente al sintagma « sistema multilaterale per la negoziazione di strumenti finanziari » corrispondente alla rubrica dell'art. 63 TUF), il quale comprende le seguenti tre tipologie di *trading venues*: (i) mercato regolamentato; (ii) sistema multilaterale di negoziazione; (iii) sistema organizzato di negoziazione <sup>(34)</sup>.

In effetti, da un lato, un valore mobiliare, per essere scambiato in una sede di negoziazione, deve essere dematerializzato *ex art. 83-bis*, comma 1, TUF, al fine di consentire il suo successivo trasferimento « soltanto tramite gli intermediari » appositamente abilitati (art. 83-*quater*, comma 1, TUF). Dall'altro lato, un prodotto finanziario può non essere scambiato in una sede di negoziazione, ma comunque essere un valore mobiliare, come implicitamente ammette l'art. 83-*bis*, commi 2 e 3, TUF (consentendo la dematerializzazione di prodotti che siano qualificabili come strumenti finanziari ma non siano « ammessi alla negoziazione o negoziati in una sede di negoziazione »).

Dal rapporto tra valore mobiliare e art. 83-*bis* TUF ricavo altresì che la nozione di valore mobiliare non presuppone né una sua previa incorporazione in una *res* (cioè in un documento tangibile volto a facilitare la circolazione di tale valore), né una sua dematerializzazione per consentirne lo scambio in una sede di negoziazione.

Quindi, per immettere prodotti finanziari negoziabili nel mercato dei capitali (e dunque per qualificarli anche come valori mobiliari), diversamente da quanto è previsto per le sedi di negoziazione in senso proprio, non occorre né la presenza di appositi intermediari abilitati (capaci di connettere gli investitori, l'emittente, la società di gestione accentrata, la società di gestione del mercato, gli intermediari presso cui vi siano i conti degli investitori), né la presenza di un sistema (cioè di almeno un'apposita regolazione <sup>(35)</sup>) che consenta « l'interazione tra interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari » (art. 1, comma 5-*bis*.1, TUF).

A conferma del fatto che il sintagma mercato dei capitali descriva un

Secondo invece R. COSTI, *Il mercato mobiliare*<sup>11</sup>, Torino, 2018, 10, per mercato dei capitali si dovrebbe intendere quello « sul quale si negoziano strumenti finanziari di media e lunga durata destinati al finanziamento degli emittenti e in particolare delle imprese, contrapposto al mercato monetario, ossia al mercato sul quale si negoziano strumenti finanziari a breve e brevissimo termine ».

<sup>(34)</sup> Della stessa opinione è, tra gli altri, A. GIANNELLI (nt. 20), 285, il quale include nella nozione di mercato dei capitali « ogni ipotesi di mercato spontaneo (*over-the-counter*) diverso dalle sedi di negoziazione ».

<sup>(35)</sup> Convengo pertanto con M. CIAN (nt. 6), 451-452. Circa la natura delle regole che devono darsi i gestori dei portali di cui all'art. 100-*ter* TUF cfr. F. BONCRISTIANO (nt. 4), 122 ss.

luogo di scambi finanziari più ampio di quello corrispondente a tutte le sedi di negoziazione, rammento l'art. 91 TUF.

A mio parere, questa disposizione, nel funzionalizzare il potere della Consob anche « alla trasparenza del mercato dei capitali », indirettamente indica all'interprete un nesso fondamentale tra questo mercato e le offerte al pubblico disciplinate nei successivi artt. 93-*bis* ss. TUF, realizzandosi queste offerte nel mercato dei capitali <sup>(36)</sup>.

Ma, allora, il « mercato dei capitali » di cui all'art. 1, comma 1-*bis*, TUF può corrispondere al luogo (sempre più virtuale) in cui almeno una proposta di sottoscrizione, di acquisto, di vendita o di scambio di prodotti finanziari sia rivolta « a persone » *ex* art. 1, comma 1, lett. *t*), TUF, cioè a destinatari indeterminati al momento dell'offerta (quand'anche appartenenti a una categoria determinata di destinatari <sup>(37)</sup>). Il che è coerente con il fatto che non c'è un mercato se non c'è un pubblico che in esso negozi.

Certamente, in base a una presunzione assoluta, il prodotto finanziario standardizzato e negoziabile diventa valore mobiliare, allorquando sia offerto ad almeno centocinquanta destinatari indeterminati diversi da investitori qualificati (ai sensi dell'art. 1, par. 4, lett. *b*), Regolamento Prospetti<sup>(38)</sup>). Tuttavia, anche in assenza della predetta quantità minima di investitori, può essere integrata la nozione di pubblico, rilevante per avere sia un'offerta al pubblico di prodotti finanziari sia un mercato dei capitali ove questi ultimi siano negoziati <sup>(39)</sup>.

3.4. Grazie al *fil rouge* rappresentato dal sintagma mercato dei capitali ho cercato di dimostrare il necessario legame tra la nozione di valore mobiliare *ex* art. 1, comma 1-*bis*, TUF e la nozione di offerta al pubblico di prodotti finanziari *ex* art. 1, comma 1, lett. *t*), TUF.

Lo stesso legame emerge nel diritto unionale. Ricordo, infatti, che, ai sensi degli artt. 1, par. 1 e 2, lett. *a*), Regolamento Prospetti, nell'Unione europea non può esservi un'offerta al pubblico (per cui sia obbligatoria la

<sup>(36)</sup> In effetti, stante la suddivisione della Parte IV del TUF, l'art. 91 TUF contiene delle disposizioni valevoli anche per gli artt. 93-*bis* ss. TUF.

<sup>(37)</sup> Così, tra le altre, Consob, Comunicazione n. DEM/DME/5017279 del 18 marzo 2005.

<sup>(38)</sup> Necessariamente vi sarà un'offerta al pubblico, quando i prodotti finanziari negoziabili siano scambiati nei modi indicati nell'art. 205 TUF (integrato dall'art. 2 Regolamento Emittenti), quand'anche detti scambi non siano stati preceduti da alcuna offerta al pubblico rispettosa degli artt. 93-*bis* ss. TUF.

<sup>(39)</sup> Potrebbe così accadere che un prodotto finanziario qualificato come valore mobiliare sia sottoposto sì alla disciplina dei servizi e attività di investimento (essendo oggetto di contratti conclusi professionalmente nei confronti del pubblico dai soggetti abilitati di cui all'art. 18 TUF), ma non alla disciplina del prospetto di cui al Regolamento Prospetti (essendo esentata la relativa offerta al pubblico).

redazione di un apposito prospetto) che non abbia ad oggetto dei valori mobiliari.

Dal legame appena evidenziato traggio due conseguenze.

La prima. Il valore mobiliare — come ho già chiarito — deve appartenere a un gruppo standardizzato di prodotti finanziari.

La seconda. Il prodotto finanziario diventa un valore mobiliare solo quando faccia parte di un'offerta al pubblico (o, almeno, sia oggetto di un negozio o di negozi oggettivamente prodromici alla successiva offerta al pubblico) — nel mercato primario o secondario<sup>(40)</sup> — di una pluralità standardizzata di prodotti finanziari che siano qualificabili come negoziabili (cioè potenzialmente scambiabili sul mercato sia primario, sia secondario)<sup>(41)</sup>.

Questa ricostruzione della fattispecie di valore mobiliare, benché sia in apparente contrasto con la formulazione letterale contenuta nell'art. 1, comma 1-*bis*, TUF (secondo la quale sembrerebbe sufficiente la semplice negoziabilità del valore nel mercato dei capitali per integrare detta fattispecie<sup>(42)</sup>), risulta essere la più funzionale (e pertanto la più coerente) con le discipline (quali, ad esempio, quella dei servizi di investimento o quella delle sedi di negoziazione) di cui costituisce il normale presupposto applicativo<sup>(43)</sup>.

In effetti, il prodotto finanziario, per diventare valore mobiliare, deve essere (o in procinto di essere) negoziato (anche solo occasionalmente) nel

<sup>(40)</sup> Che possa essere un valore mobiliare anche il bene offerto solo sul mercato primario discende pianamente dal diritto dell'Unione europea e dal diritto italiano: per il primo ordinamento l'obbligo di pubblicare un prospetto in presenza di un'offerta al pubblico, anche solo nel mercato primario, scatta quando oggetto di tale offerta siano dei « titoli » ex art. 1, par. 1, Regolamento Prospetti, definiti dall'art. 2, lett. a), Regolamento Prospetti, cioè dei valori mobiliari diversi dagli strumenti del mercato monetario con scadenza inferiore a dodici mesi; per il secondo ordinamento — come si osserverà nei §§ 5 e 6 — l'offerta di cui all'art. 100-*ter* TUF attiene al solo mercato primario e può avere per oggetto solo strumenti finanziari.

<sup>(41)</sup> Come emerge in Esma, *Annex 1. Legal qualification of crypto-assets - survey to NCAs*, gennaio 2019, 6-7, non è ancora presente un'univoca interpretazione della negoziabilità dei valori mobiliari tra le autorità nazionali di controllo del mercato mobiliare operanti in Europa. Tuttavia, la gran parte di esse (20 su 29 che hanno risposto al relativo questionario dell'Esma) considera sufficiente per integrare il carattere in parola la potenziale trasferibilità o commerciabilità del bene. Di parere certamente opposto è un'autorità tra queste, per la quale v'è un valore mobiliare solo se si provi che lo stesso sia stato commercializzato.

<sup>(42)</sup> Probabilmente la maggioranza della dottrina — qui rappresentata da P. HACKER - C. THOMALE (nt. 16), 665 — propende per la semplice negoziabilità (intesa nel senso di facilità del bene ad essere negoziato) nel mercato dei capitali come necessario requisito del valore mobiliare.

<sup>(43)</sup> Circa l'assioma della necessaria coerenza della fattispecie con la sua disciplina (secondo la quale, qualora il legislatore non individui tutti i presupposti di fatto che concorrono a costituire la fattispecie, è compito dell'interprete sopperire sulla base della disciplina, affinché quest'ultima possa essere applicata solo alle situazioni a cui risulti funzionale) cfr., tra gli altri, F. D'ALESSANDRO, "Fattispecie" e "disciplina" del titolo azionario, in *Riv. dir. civ.*, 1971, I, 530-543.

mercato dei capitali <sup>(44)</sup>, poiché solo da questo momento si giustifica l'applicazione della correlata disciplina, a tutela specialmente del pubblico degli investitori e della trasparenza del mercato dei capitali <sup>(45)</sup>.

Quindi, unicamente il passaggio dalla negoziazione potenziale a quella reale nel mercato dei capitali trasforma un prodotto finanziario in un valore mobiliare.

Grazie a questa ricostruzione si individua l'esatto momento da cui iniziare ad applicare al prodotto finanziario standardizzato e negoziabile la disciplina dei valori mobiliari, tra cui la parte relativa ai contratti finalizzati alla loro sottoscrizione, acquisto e/o cessione; il che ha l'indubbio vantaggio di alzare il livello di certezza del diritto in una parte dell'ordinamento già sufficientemente complessa.

4. La disciplina civilistica della quota di s.r.l. impedisce di qualificarla come valore mobiliare non già per non essere un *quid* (più precisamente, una posizione necessariamente o potenzialmente contrattuale) liberamente trasferibile (prevedendo, anzi, l'art. 2469, comma 1, c.c. la sua libera trasferibilità come regola dispositiva), o per non essere incorporabile in un titolo (come si suole ricavare dall'art. 2468, comma 1, c.c., non essendo l'incorporazione in un titolo il necessario mezzo per la negoziabilità) <sup>(46)</sup>, o ancora per non essere emettibile in forma standardizzata (come invece sono emesse le azioni), bensì per la sua impossibilità di « costituire oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari » (art. 2468, comma 1, c.c.).

Detto altrimenti, la regola legale da ultimo riportata ostacola la negoziabilità nel mercato dei capitali della quota di s.r.l., poiché questa deve essere sottoscritta o acquistata solo da una o più persone che siano già determinate al momento della relativa offerta di sottoscrizione o di acquisto.

5. Se è vero che la forma standardizzata della quota di s.r.l. non è di per sé sufficiente ad attribuire alla stessa il carattere della negoziabilità, la quota di s.r.l. non diventa un valore mobiliare, ogni volta che l'emittente qualificatosi PMI si avvalga della facoltà di cui all'art. 26, comma 2, d.l. n. 179/2012 (cioè quella di « creare categorie di quote »); facoltà, quest'ul-

<sup>(44)</sup> Dunque, mentre i valori mobiliari devono essere negoziati (o stanno per esserlo) nel mercato (dei capitali), ma possono esserlo anche occasionalmente, gli strumenti del mercato monetario devono essere normalmente (cioè stabilmente) negoziati nel mercato (monetario), come richiede l'art. 1, comma 1-ter, TUF.

<sup>(45)</sup> Sulla necessità di ricostruire le nozioni di valore mobiliare, di prodotto finanziario e di strumento finanziario in ragione della tutela di interessi di rilevanza collettiva cui rispondono le corrispondenti discipline cfr. M. ONZA - L. SALAMONE, *Prodotti, strumenti finanziari, valori mobiliari*, in *Banca borsa*, 2009, I, 569 e 591.

<sup>(46)</sup> Di questa opinione è invece A. GUACCERO, *La Start-up innovativa in forma di società a responsabilità limitata: raccolta del capitale di rischio ed equity crowdfunding*, in *Banca borsa*, 2014, I, 714.

tima, dai più <sup>(47)</sup> interpretata nel senso che le quote siano emettibili come se fossero delle azioni (quand'anche non riconoscessero al titolare diritti particolari), cioè come *quanta* di uguale valore e, se appartenenti alla stessa categoria di quote, conferenti uguali diritti.

A conferma del fatto che ci possa essere una quota di s.r.l. in forma standardizzata senza che la stessa debba essere offerta al pubblico, rammento che le deroghe al codice civile, consentite alla s.r.l. qualificatasi PMI dall'art. 26, commi 2 e 3, d.l. n. 179/2012, non sono necessariamente legate (anche se potrebbero essere prodromiche) all'offerta al pubblico di quote di s.r.l.

Ciononostante, la quota di s.r.l., se in forma standardizzata *ex art. 26*, comma 2, d.l. n. 179/2012, può qualificarsi come valore mobiliare, a condizione che tale quota sia offerta al pubblico, diventando così negoziata nel mercato dei capitali. Il che è consentito dall'art. 26, comma 5, d.l. n. 179/2012, il quale permette alla s.r.l. qualificatasi PMI di non rispettare il divieto di offrire le quote di s.r.l. al pubblico contenuto nell'art. 2468, comma 1, c.c.

Anzi, la standardizzazione della quota di s.r.l. — e con ciò concordo con la Consob, quando si è espressa sull'offerta di quote di s.r.l. tramite portali on-line <sup>(48)</sup> — deve rappresentare il passaggio necessario per trasformare la quota di s.r.l. da prodotto finanziario a valore mobiliare, potendo detta quota essere oggetto di qualsiasi offerta al pubblico ai sensi del TUF (anche diversa da quella *ex art. 100-ter* TUF) solo se standardizzata <sup>(49)</sup>.

6. Come anticipato nel precedente paragrafo, la quota di s.r.l., se emessa da una s.r.l. qualificatasi PMI, può essere offerta al pubblico; il che è consentito dalla deroga alla seconda parte dell'art. 2468, comma 1, c.c., la quale è prevista dagli artt. 26, comma 5, d.l. n. 179/2012 e *100-ter*, comma 1-*bis*, TUF.

Se è vero che per la già ricordata posizione consolidata della Consob può essere offerto al pubblico (anche sui portali on-line) solo un prodotto finanziario standardizzato e se è vero altresì che l'offerta al pubblico di un prodotto finanziario negoziabile (nei mercati primario e secondario <sup>(50)</sup>) trasforma quest'ultimo in un valore mobiliare <sup>(51)</sup>, integrandosi così la fat-

<sup>(47)</sup> A favore della tesi indicata nel testo, cfr., per la dottrina, P. BENAZZO (nt. 5), 1459 e, per la prassi, la massima n. 171 del 27 novembre 2018 della Commissione Società, incardinata presso il Consiglio notarile di Milano.

<sup>(48)</sup> In effetti, la Consob, negli *Esiti della consultazione*, 12 luglio 2013, 35, ha precisato che le quote di s.r.l. *start-ups* innovative (ma lo stesso ragionamento può essere oggi esteso alle quote di s.r.l. qualificatesi PMI) « dovranno necessariamente essere standardizzate per poter essere sottoscritte dagli investitori, i quali pertanto potranno essere possessori di più quote ».

<sup>(49)</sup> Come è stato già precisato nel § 3.2.

<sup>(50)</sup> Per la relativa argomentazione v. *supra*, § 3.4.

<sup>(51)</sup> Quanto indicato nel testo parrebbe però non condiviso dalla Consob, se si è ben intesa la seguente ambigua affermazione (comunque antecedente all'introduzione nel nostro

tispecie di cui all'art. 1, comma 1-*bis*, TUF, allora la quota (a condizione che sia negoziabile nel significato sopra ricostruito) emessa da una s.r.l. qualificatasi PMI deve corrispondere a un valore mobiliare dal momento della sua offerta *ad incertis personas* <sup>(52)</sup>, anche solo nel mercato primario <sup>(53)</sup>.

L'offerta al pubblico di quote emesse da una s.r.l. qualificatasi PMI può avvenire secondo la disciplina comune di cui agli artt. 94 e 100-*bis* TUF o secondo la disciplina particolare di cui all'art. 100-*ter* TUF:

(i) nel primo caso l'offerta (non solo di sottoscrizione, ai sensi dell'art. 1, comma 1, lett. *t*), TUF) deve essere preceduta dalla pubblicazione di un prospetto *ex art.* 94 TUF (non quello di cui al comma 6 della disposizione appena citata, atteso che ci troveremmo di fronte a un'offerta di valori mobiliari) previamente approvato dalla Consob, salvi i casi di esenzione previsti dall'art. 100 TUF, come attuato dall'art. 34-*ter* Regolamento Emittenti;

(ii) nel secondo caso l'offerta (solo di sottoscrizione, ai sensi dell'art. 100-*ter*, comma 1, TUF <sup>(54)</sup>) deve avere un corrispettivo totale (calcolato nell'arco di un anno) inferiore a euro 8.000.000 (art. 34-*ter* Regolamento Emittenti, richiamato dall'art. 100-*ter*, comma 1, TUF), è automaticamente

ordinamento della particolare disciplina della s.r.l. qualificatasi PMI) contenuta negli *Esiti della consultazione*, 12 luglio 2013, 36: « i particolari profili caratterizzanti le offerte al pubblico delle quote di start-up innovative aventi forma societaria di s.r.l. riconducono tali strumenti alla nozione di prodotti finanziari e dunque le fanno rientrare in un concetto "allargato" di strumenti finanziari ».

<sup>(52)</sup> S. PATRIARCA (nt. 3), pare sì sostenere una soluzione simile a quella esposta nel testo, ma con una importante differenza; per questo autore la nozione di strumento finanziario, entro la quale si potrebbe sussumere la quota di s.r.l., corrisponderebbe non a quella generale di cui all'art. 1, comma 2, TUF, bensì (seguendo sul punto A. GUACCERO (nt. 45), 715) ad una nozione speciale (di strumento finanziario o di valore mobiliare) desumibile dagli artt. 50-*quinquies* e 100-*ter* TUF e dal regolamento sulla raccolta di capitale di rischio tramite portali on-line, adottato con delibera Consob n. 18592 del 26 giugno 2013 (Regolamento Portali).

<sup>(53)</sup> Dello stesso avviso è l'Agenzia delle Entrate, con la propria risposta n. 96 del 5 aprile 2019. In effetti, tale autorità — interpellata circa la riconducibilità delle quote di s.r.l. qualificate PMI tra gli investimenti qualificati inseribili in un piano individuale di risparmio (PIR) di cui all'art. 1, commi 100 ss., l. 11 dicembre 2016, n. 232 — così articola il proprio ragionamento: (i) la disciplina sui PIR, nell'indicare gli investimenti qualificati in parola, usa il sintagma « strumento finanziario », il quale deve essere interpretato in conformità con la definizione di cui all'art. 1, comma 2, TUF; (ii) dovendo qualificare la quota di s.r.l., è rilevante il sottoinsieme degli strumenti finanziari costituito dai valori mobiliari; ebbene, la relativa nozione di cui all'art. 1, comma 1-*bis*, TUF è imperniata sul requisito della negoziabilità, da intendersi come « possibilità giuridica di essere oggetto di atti dispositivi e nella possibilità concreta di essere oggetto di circolazione all'interno di un mercato finanziario. Ciò significa che la circolazione dei predetti strumenti non dev'essere occasionale e limitata ad un ristretto numero di operatori, né subordinata a vincoli così restrittivi da renderla di fatto pressoché impossibile. La negoziabilità, inoltre, dipende da caratteristiche proprie dello strumento, quali la standardizzazione e la divisibilità »; (iii) le quote di s.r.l. qualificate PMI, se offerte « tramite piattaforme di *equity crowdfunding* legittimamente operanti (...) possono essere inserite tra gli investimenti qualificati » di un PIR e, dunque, sono qualificabili come valori mobiliari.

<sup>(54)</sup> Similmente l'ordinamento spagnolo con l'art. 50.1.b) *Ley 5/2015 de fomento de la financiación empresarial*.

rivolta a più di centocinquanta destinatari indeterminati diversi da investitori qualificati (essendo pubblicata nell'apposito sito internet curato dal gestore del portale) e deve realizzarsi nel rispetto sia dei doveri informativi dell'emittente, sia delle regole di condotta del gestore del portale e dell'intermediario chiamato a ricevere e a perfezionare gli ordini necessari per la sottoscrizione o l'acquisto delle quote di s.r.l. <sup>(55)</sup>, così come previsti dal Regolamento Portali <sup>(56)</sup>.

Scrivevo poc'anzi che la quota di s.r.l., una volta offerta sul portale di cui all'art. 100-ter TUF, deve corrispondere a un valore mobiliare.

Un tale assunto non è dimostrabile limitandosi a ricordare la nozione di strumento finanziario contenuta nel Regolamento Portali; in effetti, il relativo art. 2, comma 1, lett. h) — nel definire come strumenti finanziari, ai soli fini di tale regolamento, « le azioni e le quote rappresentative del capitale sociale o degli OICR, oggetto delle offerte al pubblico condotte attraverso portali » <sup>(57)</sup> — si potrebbe spiegare unicamente in base a ragioni stilistiche intrinseche a questa normativa della Consob.

Decisiva, invece, è la prova testuale consegnataci dagli artt. 50-quinquies e 100-ter TUF che disciplinano detta offerta sul portale on-line; in effetti, queste disposizioni — similmente alle previsioni contenute nella proposta di regolamento dell'Unione europea « relativo ai fornitori europei di servizi di *crowdfunding* per le imprese », così come presentata dalla Commissione europea l'8 marzo 2018 <sup>(58)</sup> — impongono che oggetto dell'offerta in parola siano « strumenti finanziari » nel significato fatto proprio dal TUF, cioè, nel caso di specie, valori mobiliari, rappresentando le quote di s.r.l. il capitale sociale dell'emittente.

<sup>(55)</sup> Circa i presidi in favore dell'investitore contenuti nel Regolamento Portali rimando a U. MINNECI, *Equity crowdfunding: gli strumenti a tutela dell'investitore*, in *Riv. dir. civ.*, 2019, I, 514 ss.

<sup>(56)</sup> Come risulta da Politecnico di Milano - Dipartimento di Ingegneria Gestionale, 4° *Report italiano sul CrowdInvesting*, Milano, luglio 2019, *passim*, al 30 giugno 2019 risultavano autorizzati in Italia 35 portali on-line sopra menzionati (per lo più gestiti da società in forma di s.r.l.), i quali avevano superato euro 82.000.000 di raccolta di capitale di rischio, grazie a 401 campagne di raccolta, promosse da 369 società; le società emittenti dal 1° luglio 2018 al 30 giugno 2019 sono state 123, 116 in forma di s.r.l. e 7 in forma di s.p.a.

<sup>(57)</sup> Dal dettato normativo riportato nel testo discende per la dottrina maggioritaria (citata da S. CORSO, *S.r.l.-PMI aperte al mercato: scelte statutarie e diritti dei soci investitori*, in *Banca borsa*, 2019, in corso di pubblicazione) l'impossibilità per qualsiasi società di offrire sui portali on-line gli strumenti finanziari partecipativi di cui all'art. 2346, comma 6, c.c., comunque preclusi alle s.r.l., come ho già precisato in una precedente nota a piè di pagina.

<sup>(58)</sup> In base alla suddetta proposta, infatti, chi investe « tramite una piattaforma di *crowdfunding* » « concede prestiti o acquisisce valori mobiliari ». Questo eventuale prossimo regime unionale coesisterebbe con i corrispondenti regimi nazionali dei singoli Stati membri dell'Unione: il primo disciplinerebbe i fornitori di servizi di *crowdfunding* autorizzati dall'E-SMA, mentre i secondi riguarderebbero i fornitori di servizi di *crowdfunding* autorizzati dalle rispettive autorità nazionali di vigilanza. Sulla proposta in parola cfr., tra gli altri, D. VALIANTE, *Il crowdfunding e la nuova proposta di regolamento UE*, in *Riv. dir. soc.*, 4/2018, 959 ss.

Quindi, dagli artt. 50-*quinquies* e 100-*ter* TUF discende che il gestore del portale, prima di pubblicare la relativa offerta sull'apposito sito internet, deve tra l'altro verificare (esaminando specialmente la documentazione fornita dall'emittente) che la quota di s.r.l. da sottoscrivere sia non solo standardizzata ma anche negoziabile (cioè, ad esempio, non intrasferibile statutariamente).

7. La quota di s.r.l., se emessa da una s.r.l. qualificatasi PMI, non solo può essere offerta sui portali *ex art.* 50-*quinquies* TUF, in deroga all'art. 2468, comma 1, c.c., ma può anche essere sottoscritta e/o trasferita, in deroga all'art. 2470, comma 2, c.c.; in quest'ultimo caso il regime circolatorio è quello tratteggiato dai commi 2-*bis* e 2-*quater* dell'art. 100-*ter* TUF <sup>(59)</sup>.

Come emerge dall'art. 100-*ter*, comma 2-*ter*, TUF, il sottoscrittore di quote di s.r.l. (già offerte su un portale *ex art.* 50-*quinquies* TUF) può scegliere di trasferirle, o in base al regime circolatorio civilistico, o in base al regime circolatorio alternativo di cui all'art. 100-*ter*, commi 2-*bis* e 2-*quater*, TUF.

Se sceglie il regime circolatorio di diritto comune, questo sottoscrittore diventa direttamente socio dell'emittente e risulta avere tale *status* nel registro delle imprese al termine dell'offerta andata a buon fine, versando il suo conferimento in un conto presso l'intermediario incaricato dal gestore e intestato alla s.r.l. emittente.

Se invece sceglie il regime circolatorio alternativo sopra richiamato, il sottoscrittore dà mandato all'intermediario incaricato dall'offerente di sottoporre la quota di s.r.l. sottoscritta al predetto regime alternativo.

A mio parere, il regime circolatorio previsto dall'art. 100-*ter*, commi 2-*bis* e 2-*quater*, TUF non rende in forma scritturale la quota di s.r.l. <sup>(60)</sup>.

A sostegno di questa affermazione osservo il particolare ruolo esercitato dall'intermediario nel predetto regime alternativo.

Diversamente dalle registrazioni e dalle comunicazioni eseguite dai vari intermediari coinvolti nella gestione accentrata in regime di dematerializzazione di cui agli artt. 83 ss. TUF (volte a rendere negoziabile un qualcosa di immateriale mediante flussi informativi informatici tra l'emittente, il gestore del mercato, il compratore, il venditore e il depositario accentrato), l'inter-

<sup>(59)</sup> F. ANNUNZIATA, *Strumenti di raccolta a sostegno delle PMI: OICR "specializzati" e initial coin offerings* (in corso di pubblicazione negli atti del convegno tenutosi a Courmayeur il 14 e 15 settembre 2018 dal titolo *Società a responsabilità limitata, piccola e media impresa, mercati finanziari: un mondo nuovo*), da un lato, ritiene che una quota di s.r.l. non sia qualificabile come valore mobiliare e, dall'altro lato, sostiene che può essere uno strumento finanziario (in quanto derivato su merci) il *token* che abbia come rapporto sottostante una quota di s.r.l. che sia stata sottoscritta in un portale on-line e che circoli ai sensi all'art. 100-*ter*, commi 2-*bis* e 2-*quater*, TUF, a condizione che tale *token* sia negoziato su apposite piattaforme decentralizzate (molto probabilmente corrispondenti a MTF).

<sup>(60)</sup> Di opinione diversa pare essere P. BENAZZO (nt. 5), 1459-1460.

mediario di cui all'art. 100-ter TUF si limita a sostituire, da un lato, il notaio (o l'iscritto in uno degli albi dei dottori commercialisti, dei ragionieri e periti commerciali) nell'accertare l'identità del sottoscrittore, del cedente o del cessionario e, dall'altro lato, il titolare (reale) della quota di s.r.l. nell'elenco dei soci risultanti dal registro delle imprese (pur dovendo tenere l'intermediario appositi registri contenenti tutti i titolari reali delle quote di s.r.l. di cui lo stesso intermediario risulti formalmente titolare). Tuttavia, queste sostituzioni si limitano a semplificare (tra l'altro, non richiedendosi un contratto scritto *ex art. 100-ter*, comma 2-*quater*, TUF) e a rendere meno oneroso (non dovendo le parti della relativa compravendita pagare un notaio o un contabile abilitato, ma solo l'intermediario se dette parti intendano ottenere un certificato attestante la loro titolarità delle quote di s.r.l.) l'atto di trasferimento della quota di s.r.l.

Come è stato limpidamente osservato in tema di regime di dematerializzazione necessaria per l'ammissione in sedi di negoziazione, la circolazione dematerializzata presuppone una relazione tra cedente e cessionario necessariamente intermediata<sup>(61)</sup> e, aggiungerei, da porsi in essere mediante atti negoziali (gli ordini) rivolti *ad incertas personas*. Di contro, la circolazione *ex art. 100-ter* TUF presuppone una relazione tra chi aliena e chi acquista immediata e tra *certas personas* (nel senso che costoro si individuano vicendevolmente come parti del contratto di cessione della quota di s.r.l.).

Naturalmente, il fatto che il certificato di cui all'art. 100-ter, comma 2-*bis*, lett. *b*), n. 1, TUF comprovi « la titolarità delle quote », non garantisce però che l'acquirente sia legittimato ad esercitare i diritti inerenti alle quote di s.r.l. di cui è titolare (al pari di quanto può accadere a seguito di un trasferimento realizzatosi nell'osservanza dell'art. 2470, comma 2, c.c.); in effetti, potrebbe essersi verificato, ad esempio, un acquisto di una o più quote di s.r.l. in violazione di una clausola statutaria di prelazione o di gradimento.

Ancora diversamente dalla gestione accentrata in regime di dematerializzazione di cui agli artt. 83 ss. TUF, nel regime alternativo di circolazione delle quote *ex art. 100-ter* TUF chi richiede l'intervento dell'intermediario è non già l'emittente (adempiendo un dovere, in caso di dematerializzazione obbligatoria *ex art. 83-bis*, commi 1 e 2, TUF, ovvero per libera scelta *ex art. 83-bis*, comma 3, TUF), bensì il titolare effettivo della quota di s.r.l., dando (*ex art. 100-ter*, comma 2-*bis*, lett. *b*), TUF) o revocando (*ex art. 100-ter*, comma 2-*bis*, lett. *b*), n. 4, TUF) il mandato all'intermediario. Accanto al predetto mandato, il sottoscrittore della quota di s.r.l. dovrà aprire un conto presso l'intermediario; tale conto, se consentirà la rubricazione della quota di s.r.l., sarà però inidoneo a trasformare la quota di s.r.l. sottoscritta o acquistata in una scritturazione scambiabile in una sede di negoziazione.

<sup>(61)</sup> Così P. SPADA, *Introduzione al diritto dei titoli di credito*<sup>3</sup>, Torino, 2012, 135.

Dunque, la disciplina dei portali on-line di cui agli artt. 50-*quinquies* e 100-*ter* TUF, così come attuata dal Regolamento Portali, non solo attiene (almeno per ora) unicamente al mercato primario <sup>(62)</sup>, ma anche preclude al gestore di tali portali di gestire un mercato secondario. Questo gestore, infatti, può al più prestare il servizio accessorio di bacheca elettronica a chi abbia sottoscritto prodotti sui portali da lui stesso gestiti <sup>(63)</sup>; il predetto servizio non può però mai tradursi in un sistema tecnologico o comunque in un sistema di regole finalizzati a consentire l'incrocio tra domanda e offerta.

8. Il fatto che la circolazione ai sensi dell'art. 100-*ter*, commi 2-*bis* e 2-*quater*, TUF non dematerializzi automaticamente la quota di s.r.l. e/o la renda per forza oggetto di scambi in una sede di negoziazione <sup>(64)</sup>, non significa però che sia precluso alla quota di s.r.l. di essere dematerializzata e, una volta assunta la forma scritturale, di essere scambiata in una sede di negoziazione <sup>(65)</sup>.

In effetti, è vero che in forza dell'art. 2468, comma 1, c.c. — nella parte (non derogata dall'art. 26 d.l. n. 179/2012) in cui preclude di rappresentare le quote di s.r.l. mediante azioni — la quota di s.r.l. qualificatasi PMI non è denominabile come azione (similmente ai titoli di debito di cui all'art. 2483 c.c., mai denominabili come obbligazioni) e non è rappresentabile come valore mobiliare cartolare, non potendo essere incorporata in un titolo <sup>(66)</sup>.

Tuttavia, la quota di s.r.l. può diventare non solo un valore mobiliare (se negoziabile nel mercato dei capitali), ma anche un valore mobiliare in forma scritturale; il che accade quando la s.r.l. qualificatasi PMI realizzi un'offerta

<sup>(62)</sup> Conseguentemente, gli investitori diversi da quelli professionali acquistano sui portali on-line beni fortemente illiquidi, la cui dismissione è garantita dalla legge (con il diritto statutario di recesso o con quello di co-vendita previsti dall'art. 24 Regolamento Portali), solamente quando l'emittente cambi i propri controllori entro tre anni dalla conclusione della relativa offerta; sul punto rimando, da ultimo, a S. CORSO (nt. 56).

<sup>(63)</sup> Secondo Consob, in *Documento di consultazione*, 20 giugno 2019, 12, grazie al servizio sopra indicato, « gli utenti pubblicherebbero manifestazioni di interesse in acquisto o in vendita, riportando la quantità di azioni o quote. I soggetti potenzialmente interessati all'annuncio potrebbero, quindi, reperire i contatti telefonici o l'indirizzo e-mail dell'offerente, utilizzando un apposito link reso disponibile sulla pagina della bacheca ».

<sup>(64)</sup> Similmente N. DE LUCA, *Crowdfunding e quote « dematerializzate » di s.r.l.? Prime considerazioni*, in *NLCC*, 1/2016, 9, circa le quote di s.r.l. emesse da *start-ups* innovative o da PMI innovative.

<sup>(65)</sup> A maggio 2019, per quanto mi consta, non v'erano quote di s.r.l. scambiate in sedi di negoziazione.

<sup>(66)</sup> Condivido il pensiero di G. ZANARONE (nt. 1), 507, nt. 12, secondo il quale il divieto indicato nel testo andrebbe eliminato, poiché tale divieto è divenuto anacronistico e indebolisce gli imprenditori in forma di s.r.l. rispetto agli imprenditori in forma di società di diritto straniero analoghe alla nostra s.r.l. In ogni caso, l'auspicata eliminazione non sarebbe necessariamente propedeutica alla sollecitazione del pubblico risparmio da parte della s.r.l., ma esclusivamente volta a consentire l'utilizzo di una disciplina (quella dei titoli di credito) capace di risolvere conflitti di interessi tra individui.

al pubblico delle proprie quote negoziabili (trasformandole così in valori mobiliari) e, essendo intenzionata a rappresentarle in forma scritturale, le assoggetti al regime di dematerializzazione presso un depositario centrale <sup>(67)</sup>.

Ovviamente, quest'ultimo assoggettamento sarà doveroso, se le quote di s.r.l. saranno scambiate in sedi di negoziazione <sup>(68)</sup>, mentre sarà volontario se le quote di s.r.l. circoleranno fuori dalle predette sedi.

Dunque, una s.r.l. qualificatasi PMI <sup>(69)</sup>, potendo negoziare nel mercato dei capitali le quote rappresentative delle proprie partecipazioni sociali e pertanto potendo trasformarle in valori mobiliari, è legittimata a renderle oggetto di sottoscrizione, di compravendita e di scambio o in sedi di negoziazione (previa loro dematerializzazione <sup>(70)</sup>) o in mercati di capitali diversi dalle sedi di negoziazione (senza essere pertanto obbligata a dematerializzarle).

In conclusione, con la possibile qualificazione della quota di s.r.l. come valore mobiliare si aprono alcuni canali di finanziamento per la s.r.l., originariamente concepiti per la sola s.p.a., senza però che la s.r.l. sia completamente equiparata alla s.p.a. circa le modalità di finanziamento, non potendo, almeno per ora, la s.r.l., quand'anche qualificatasi PMI, fare « ricorso al mercato del capitale di rischio » ai sensi dell'art. 2325-bis c.c.

<sup>(67)</sup> Mi chiedo se, nonostante l'art. 66, comma 2, TUF si riferisca ai soli mercati regolamentati, la regola imperativa della libera negoziabilità ivi contenuta possa estendersi a tutti i valori mobiliari ammessi in qualsiasi sede di negoziazione e, dunque, debba valere anche per gli MTF. Un indice testuale che potrebbe indurre a rispondere positivamente a questo quesito potrebbe essere rappresentato dall'art. 83-*quinquies*, TUF; da tale disposizione, infatti, si potrebbe arguire che solo una libera negoziabilità degli strumenti finanziari consentirebbe di conoscere con sicurezza (tenendo conto anche degli eventuali vincoli appositamente registrati nel conto dell'intermediario *ex art. 83-octies* TUF), se il loro trasferimento determini anche il trasferimento della legittimazione dei diritti in essi incorporati. La questione sopra sollevata ha una sua rilevanza pratica; infatti, ho notato che alcuni dei portali *ex art. 50-quinquies* TUF offrono in sottoscrizione quote di s.r.l., la cui circolazione è statutariamente limitata da apposite clausole.

<sup>(68)</sup> In senso contrario, però, l'Agenzia delle Entrate, con la propria risposta n. 96 del 5 aprile 2019, la quale, in modo contraddittorio, da un lato afferma che le quote di s.r.l. possono diventare dei valori mobiliari, ma, dall'altro lato dichiara che « permane, in ogni caso, il divieto di scambiare le quote [di partecipazione delle s.r.l. qualificatesi PMI] nei mercati regolamentati e nei sistemi multilaterali di negoziazione e quindi, la negoziabilità (e, di conseguenza, la liquidità) di tali quote è, in ogni caso, inferiore a quella degli strumenti finanziari ».

<sup>(69)</sup> Naturalmente, la s.r.l. qualificatesi PMI, se è al contempo un'impresa start-up innovativa, non può negoziare le quote emesse « su un mercato regolamentato o su un sistema multilaterale di negoziazione » (art. 25, comma 2, d.l. n. 179/2012), mentre se è al contempo un'impresa PMI innovativa, non può negoziare le quote emesse « in un mercato regolamentato » (art. 4, comma 1, lett. c), d.l. n. 3/2015).

<sup>(70)</sup> P. SPADA (nt. 60), 110, mette bene in evidenza come sia « l'accesso alla gestione concentrata che decide — in conformità alle regole di diritto pubblico dell'economia — dell'applicazione di una disciplina [quella della c.d. dematerializzazione] che (...) è equivalente al diritto comune dei diritti di credito ».