

della girata

La girata dei titoli nominativi è assoggettata a particolari requisiti di forma: deve essere datata; deve contenere il nome del giratario (non può cioè essere in bianco); deve essere sottoscritta dal girante ed anche dal giratario se si tratta di azioni non liberate. La girata deve poi essere autenticata da un notaio, da un agente di cambio, da una banca a ciò autorizzata, o da una sim, a garanzia dell'identità e della capacità del girante e dello stesso giratario se l'azione non è liberata (art. 12 r.d. 239/1942 e 198 TuF).

Una disciplina speciale ed in parte diversa da quella valevole per gli altri titoli nominativi è poi prevista per quanto riguarda gli effetti della girata dei titoli azionari.

La girata di un comune titolo nominativo di per sé non abilita ancora all'esercizio dei relativi diritti; a tal fine è necessaria anche la successiva annotazione nel registro dell'emittente. Conformemente a questi principi, la girata non dovrebbe, in via di principio, produrre effetti di fronte alla società che in seguito all'annotazione nel libro dei soci (art. 2, 2° comma, r.d. 239/1942). E difatti, la disciplina originaria del codice prevedeva che il giratario, che si dimostrava possessore in base ad una serie continua di girate, avesse solo il diritto di ottenere l'iscrizione nel libro dei soci, cui conseguiva la legittimazione all'esercizio dei diritti sociali.

Per i titoli azionari, questa regola è stata però dapprima parzialmente derogata dall' art. 4, 1° comma, della legge 1745/1962 ed ora radicalmente modificata dall'art. 2355, 3° comma, introdotto con la riforma del 2003. Infatti, la *preventiva* annotazione nel libro dei soci non è più necessaria in quanto, in base all'attuale disciplina, il giratario che si dimostra possessore in base ad una serie continua di girate è *legittimato ad esercitare tutti i diritti sociali* (e non più solo il diritto di voto ed il diritto alla riscossione dei dividendi, come in precedenza previsto dall'art. 4 legge 1745/1962). Resta tuttavia fermo l'obbligo della società di aggiornare il libro soci<sup>66</sup>.

Ne consegue che, nel trasferimento tramite girata, l'iscrizione nel libro dei soci non ha più un'efficacia legittimante, ma solo informativa<sup>67</sup>.

Nel contempo la società è obbligata a comunicare annualmente all'Agenzia delle Entrate i nominativi degli azionisti che hanno riscosso divi-

<sup>66</sup> In caso di riscossione degli utili o intervento in assemblea l'aggiornamento del libro dei soci deve essere effettuato entro novanta giorni (art. 5 legge 1745/1962).

<sup>67</sup> Funzione peraltro assolta in maniera assai poco efficace, dato che il libro è in pratica aggiornato solo in occasione della partecipazione in assemblea e della percezione dei dividendi da parte del socio: e v. i rilievi critici di MINERVINI, in *Banca e borsa*, 2005, I, 8 ss.

L'iscrizione nel libro dei soci conserva tuttavia rilievo in una serie di casi: art. 139, 1° comma, TuF (legittimazione del committente alla raccolta di deleghe); art. 6, 2° comma, del. Cir. 19-7-2005, n. 1058 (raccolta del risparmio presso i soci).

dendi o partecipato alle assemblee (art. 7 legge 1745/1962 e d.m. 4-2-1998; provv. agenzia delle entrate, 15-12-2004)<sup>68</sup>. Si è così rivitalizzato il rilievo fiscale della nominatività obbligatoria, in fatto svuotato per lunghi anni dalla prassi societaria instauratasi sulla base della legislazione del 1942<sup>69</sup>. E ciò benché sia stata esclusa la funzione di legittimazione dell'iscrizione nel libro dei soci, per non far gravare sugli acquirenti le lungaggini connesse al compimento delle annotazioni.

Molto più semplice è la circolazione delle azioni al portatore.

Le azioni al portatore non sono infatti intestate ad alcuna persona (cc.dd. *titoli a legittimazione reale*). Il trasferimento avviene mediante semplice consegna del titolo all'acquirente (art. 2355, 2° comma). Il possessore del titolo è legittimato all'esercizio dei relativi diritti in base alla semplice presentazione del titolo alla società (art. 2003, 2° comma).

### 17 (Segue): Le azioni dematerializzate.

La circolazione delle azioni si fonda, come visto, sul trasferimento materiale dei titoli e comporta, per le azioni nominative, il compimento delle complesse formalità connesse alla duplice annotazione. La circolazione documentale non è però senza pericoli dato il rischio di smarrimento o furto dei titoli. Inoltre, dà luogo a non trascurabili inconvenienti pratici per le azioni nominative quotate in borsa che formano oggetto di continue ed intense negoziazioni.

Da qui l'esigenza, da tempo avvertita, di semplificare e rendere più sicuro il mercato dei titoli quotati in borsa e quello delle azioni in primo luogo, attraverso l'adozione di meccanismi di circolazione *svincolati dal trasferimento materiale del documento* e basati su semplici *registrazioni contabili*.

<sup>68</sup> A decorrere dal 14-9-1998 è stato invece soppresso lo Schedario generale dei titoli azionari presso il Ministero delle Finanze (D. Dip. Entr. 11-8-1998).

<sup>69</sup> Nel sistema previgente infatti le cedole per la riscossione dei dividendi potevano essere al portatore (art. 3 r.d. 1148/1941). Inoltre, l'atto costitutivo poteva consentire l'intervento in assemblea al giratario delle azioni non ancora iscritte nel libro dei soci, che depositava le azioni ai fini dell'iscrizione almeno cinque giorni prima dell'assemblea (art. 6 r.d. 239/1942). Capitava però che, con la condiscendenza degli amministratori, gli azionisti ritiravano i titoli subito dopo l'assemblea rendendo impossibile l'aggiornamento del libro dei soci. Perciò, nonostante la nominatività delle azioni, gli azionisti potevano esercitare i due diritti fondamentali senza essere costretti a rivelarsi al fisco. In argomento, DALMARTILLO, in *Riv. soc.*, 1965, 22 ss.

La legge del 1962 ha posto fine a tali espedienti. Le cedole-dividendo al portatore sono state soppresse e la società, prima di restituire i titoli depositati o esibiti, è obbligata a rilevare i dati necessari per l'aggiornamento del libro dei soci dandone attestazione mediante apposita stampigliatura del titolo (art. 5). Sanzioni pecuniarie sono previste a carico degli amministratori che violino tale obbligo.

A tale finalità risponde nel nostro ordinamento il sistema di gestione accentrata di strumenti finanziari. Tale sistema, sotto spontaneamente nel 1978 su iniziativa degli operatori di borsa con la costituzione di un'apposita società (la Monte Titoli s.p.a.), è stato successivamente disciplinato dalla legge 289/1986 ed è oggi regolato dagli artt. 80-89 del Tuf, dagli artt. 28-38 del d.lgs. 24-6-1998, n. 213, nonché dalla relativa normativa regolamentare emanata dalla Consob (reg. 11768/1998).

Il sistema

Le caratteristiche essenziali del sistema possono essere così sintetizzate:

a) il sistema è gestito da apposite società per azioni a statuto speciale (le società di gestione accentrata), che operano sotto la vigilanza della Consob e della Banca d'Italia (artt. 80-83 Tuf)<sup>70</sup>, anche se allo stato l'unico sistema operante in Italia resta quello gestito dalla Monte Titoli s.p.a.;

b) le categorie di soggetti (società emittenti, banche, Sim, agenti di cambio, società di gestione del risparmio, ecc.) e gli strumenti finanziari (azioni, obbligazioni, quote di fondi comuni di investimento, ecc.) ammesse alla gestione accentrata sono determinati dalla Consob con proprio regolamento (artt. 22 e 24 reg. 11768/1998)<sup>71</sup>;

c) le modalità di funzionamento del sistema di gestione accentrata sono diverse a seconda che gli strumenti finanziari immessi possano o meno essere rappresentati da titoli in base alla disciplina della dematerializzazione introdotta dal d.lgs. 213/1998.

Infatti, a decorrere dal 5 ottobre 1998 non possono più essere rappresentati da titoli, e sono immessi nel sistema in regime di dematerializzazione, due generi di strumenti finanziari:

- 1) quelli negoziati o destinati alla negoziazione nei mercati regolamentati italiani;
- 2) quelli (non negoziati in mercati regolamentati ma) diffusi fra il pubblico in misura rilevante, secondo i criteri individuati dalla Consob (art. 23 reg. 11768/1998).

alizzazione  
obbligatoria

<sup>70</sup> Le società di gestione accentrata possono essere costituite esclusivamente nella forma della società per azioni, anche senza fine di lucro; devono avere per oggetto esclusivo la prestazione del servizio di gestione accentrata di strumenti finanziari; il capitale sociale minimo è determinato dalla Consob, d'intesa con la Banca d'Italia; sono previsti specifici requisiti di professionalità e/o onorabilità per gli esponenti aziendali e per i partecipanti al capitale; gli acquisti e le cessioni di partecipazioni rilevanti sono assoggettate ad una specifica disciplina di trasparenza (art. 80 Tuf). L'esercizio dell'attività deve essere preventivamente autorizzato dalla Consob, d'intesa con la Banca d'Italia (art. 80, 9° comma, Tuf), che vigilano inoltre sull'attività delle società di gestione accentrata (art. 82).

Le società di gestione accentrata sono assoggettate a revisione contabile obbligatoria (art. 80, 10° comma, Tuf) e in caso di insolvenza sono sottoposte a liquidazione coatta amministrativa con esclusione del fallimento (art. 83, 2° comma). Per ulteriori riferimenti, v. *Campobasso/RUBINO DE RITIS*, 656 ss.

<sup>71</sup> La società di gestione accentrata è tenuta ad adottare un apposito regolamento dei servizi, dal quale devono risultare i servizi svolti, le modalità di svolgimento degli stessi ed i corrispettivi richiesti (art. 81, 2° comma, Tuf).

È invece in facoltà degli emittenti assoggettare al regime di dematerializzazione gli strumenti finanziari che non presentano tali caratteristiche (art. 28, 3° comma, d.lgs. 213/1998). La scelta di assoggettare le azioni al regime di dematerializzazione deve risultare dallo statuto (art. 2354, 7° comma).

Per le azioni che continuano ad essere rappresentate da titoli sopravvive il sistema di gestione accentrata introdotto dalla legge 289/1986 ed oggi regolato dagli artt. 85-89 Tuf, il cui ambito di applicazione si è però visibilmente ristretto ed anzi, in pratica, è stato sostituito dalla gestione dematerializzata per quanto riguarda le azioni.

Coesistono dunque allo stato due sistemi di gestione accentrata (dematerializzata e non dematerializzata), e per quanto riguarda specificamente la circolazione delle azioni va tenuto presente quanto segue.

Il sistema di gestione accentrata non dematerializzata si fonda sul deposito accentrato dei titoli azionari presso la società di gestione (Monte Titoli s.p.a.). L'adesione al sistema è facoltativa e la scelta è rimessa al singolo azionista. Questi può depositare i propri titoli presso un intermediario autorizzato con un contratto di *deposito titoli in amministrazione*, che espressamente autorizza l'intermediario-depositario a *subdepositarli* presso la società di gestione accentrata (art. 85, 2° comma, Tuf)<sup>72</sup>. Si determinano in tal modo *due distinti rapporti di deposito* fra loro collegati<sup>73</sup> e tutti i rapporti fra depositanti e società di gestione accentrata sono intrattenuti tramite gli intermediari subdepositanti.

Il deposito in gestione accentrata consente di sostituire la circolazione documentale dei titoli depositati (e solo di quelli) con una circolazione fondata su semplici *scritture contabili* poste in essere dalla società di gestione — su disposizione del depositante trasmessa tramite l'intermediario subdepositante — e che producono *gli effetti propri del trasferimento secondo la disciplina legislativa dei titoli di credito* (art. 86 Tuf e 2355, 5° com-

<sup>72</sup> Le azioni nominative sono girate dall'intermediario a favore della società di gestione con la formula «Alla società di gestione accentrata... ex decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58» (art. 29, 1° comma, reg. Consob).

<sup>73</sup> Le azioni sono immesse nel sistema in *deposito regolare* (art. 85, 3° comma, Tuf), dando così luogo ad una sorta di deposito alla rinfusa che rende fungibili fra loro i titoli della stessa specie. La società di gestione accentrata apre infatti un unico «conto titoli» per ciascun intermediario subdepositante, suddiviso in tanti sottocconti quante sono le specie di titoli ricevuti. Gli intermediari, a loro volta, accendono per ogni titoloare distinti conti in cui sono registrati gli strumenti finanziari di sua pertinenza (artt. 38-42 reg. Consob).

La situazione giuridica dei depositanti rispetto alla massa dei titoli accentrati è stata pertanto correttamente qualificata come una situazione di *compassesso* (così, fra gli altri, Oppo, in *Riv. dir. civ.*, 1986, II, 445 s.; ANGERI, *Le azioni*, 336 ss.; MARTORANO, *Titoli di credito*, 211 ss.; *Campobasso/BROGLINI*, 679 ss.; Cass., 27-8-1996, n. 7859, in *Giur. comm.*, 1997, II, 5, con nota critica di Guizzi; Cass., 3-5-2000, n. 5510). Ma in senso critico, PAVONE LA ROSA, in *Banca e borsa*, 1998, II, 300 ss.

Trasferim  
contabile

Gestione:  
non dema

Demateri:  
volontarie

ma). L'accredito contabile è cioè equiparato *ex lege* al trasferimento materiale del titolo e determina l'acquisto di un diritto cartolare autonomo da parte del beneficiario dell'ordine<sup>74</sup>.

Nel contempo, l'esercizio dei relativi diritti è svincolato dall'esibizione dei titoli custoditi dalla società di gestione accentrata. Questa è infatti legittimata a compiere tutte le operazioni inerenti alla gestione dei titoli, secondo le modalità fissate dal regolamento Consob. È inoltre legittimata ad esercitare le azioni conseguenti alla distruzione, allo smarrimento ed alla sottrazione dei titoli immessi nel sistema.

È invece riservato ai titolari delle azioni l'esercizio dei diritti in esse incorporati (art. 85, 3° comma, Tuf)<sup>75</sup>, ed il diritto di voto non può essere attribuito, in veste di rappresentante, alla società di gestione (art. 85, 7° comma, Tuf), per evitare pericolose concentrazioni di potere in mano alla stessa.

L'esercizio dei diritti amministrativi non richiede però l'esibizione dei titoli custoditi dalla società di gestione. La relativa legittimazione è infatti attribuita da apposite *certificazioni*, attestanti la partecipazione al sistema, rilasciate dagli intermediari sulla base delle proprie scritture contabili e contenenti l'indicazione del diritto sociale esercitabile (art. 85, 4° comma, Tuf e 33-34 reg. Consob). Le certificazioni hanno la sola funzione di legittimare all'esercizio dei diritti amministrativi in esse menzionati e sono nulli gli atti di disposizione delle stesse<sup>76</sup>. Evitano comunque che le azioni escano dalla custodia della società di gestione, rendendo più sicuro il deposito.

Specifiche norme regolano poi l'aggiornamento del libro soci e la comunicazione all'amministrazione finanziaria per le azioni nominative (artt. 84 e 89 Tuf e 36 reg. Consob).

La gestione accentrata di strumenti finanziari rappresentati da titoli, fin qui esposta, consente in definitiva di sostituire la tradizionale circolazione documentale delle azioni con una circolazione fondata su registrazioni contabili (*dematerializzazione della circolazione*), ma non comporta

<sup>74</sup> Per l'approfondimento dell'operazione di giro e per i rapporti della stessa con la disciplina dei titoli di credito, v. MARTORANO, *Titoli di credito*, 585 ss.; PAVONE LA ROSA, in *Banca e borsa*, 1988, I, 313 ss.; *Campobasso/BRIOLINI*, 696 ss.

<sup>75</sup> Dalla normativa regolamentare emerge tuttavia che, così come previsto dalla previgente disciplina legislativa, i diritti patrimoniali sono esercitati dalla società di gestione accentrata, su istruzione degli intermediari depositanti (art. 19, 1° comma, reg. Consob 11768/1998). E v. al riguardo, *Campobasso/BRIOLINI*, 685 ss.

<sup>76</sup> Il depositante che intende trasferire i diritti inerenti alla quantità di titoli di sua spettanza o chiedere la consegna dei titoli corrispondenti «deve restituire la certificazione al depositario che l'ha rilasciata, salvo che la stessa non sia più idonea a produrre effetti» (art. 86, 1° comma, Tuf). E per i problemi che solleva la legittimazione dell'azionista nel sistema di gestione accentrata, ANGELICI, in *Riv. dir. civ.*, 1988, I, 249 ss.; LENER, *La «dematerializzazione»*, 41 ss.

la soppressione materiale dei titoli (*dematerializzazione totale*). Gli stessi infatti vengono pur sempre creati e rilasciati dalla società emittente e restano depositati presso la società di gestione accentrata. Nel contempo i depositanti possono sempre uscire dal sistema chiedendo la restituzione del quantitativo di titoli di loro spettanza.

Come anticipato, una vera e propria dematerializzazione, con conseguente soppressione del documento cartaceo, è stata invece introdotta nel nostro ordinamento dal d.lgs. 213/1998. Oggi infatti le azioni negoziate nei mercati regolamentati italiani o diffuse fra il pubblico in modo rilevante non possono più essere rappresentate da titoli (*dematerializzazione obbligatoria*), che pertanto sono stati annullati e restituiti alla società emittente. E invece in facoltà degli emittenti dematerializzare le azioni non quotate né diffuse tra il pubblico in modo rilevante (art. 28 d.lgs. 213/1998).

L'emissione ed il trasferimento delle azioni dematerializzate, per legge o per volontà dell'emittente, avviene *esclusivamente* attraverso il sistema di gestione accentrata, con registrazioni contabili poste in essere secondo modalità analoghe a quelle sopra esposte. La gestione accentrata dematerializzata è però totale e non più limitata alle azioni volontariamente immesse nel sistema. Inoltre, il funzionamento del sistema è reso più semplice dalla soppressione dei titoli, che fa venire meno la necessità di deposito e subdeposito degli stessi.

Infatti, per le nuove emissioni dematerializzate l'emittente, a conclusione della fase di collocamento, si limita a comunicare alla società di gestione accentrata prescelta<sup>77</sup> l'ammontare globale dell'emissione, il suo frazionamento e gli intermediari ai quali accreditare le azioni emesse (artt. 29 d.lgs. 213/1998 e 38 e 49 reg. Consob). La società di gestione accentrata apre un conto per ogni emittente, suddiviso in sottoconti relativi a ciascuna emissione; nel contempo accende per ogni intermediario partecipante al sistema conti destinati a registrare i movimenti di strumenti finanziari disposti tramite lo stesso, anch'essi articolati in sottoconti per ciascuna specie di strumenti finanziari<sup>78</sup>. Gli intermediari a loro volta registrano in conti distinti per ogni titolare le azioni di pertinenza degli stessi.

<sup>77</sup> La società di gestione deve essere unica per ciascuna emissione ed è legata agli emittenti ed agli intermediari partecipanti al sistema da un rapporto contrattuale, parzialmente regolato dall'art. 26 reg. Consob 11768/1998. E v. al riguardo, CARDARELLI, *L'azione dematerializzata*, Milano, 2001, 41 ss., secondo la quale si sarebbe in presenza di un contratto di somministrazione di servizi; nonché, M. CIANI, *Titoli dematerializzati e circolazione «cartolare»*, Milano, 2001, 135 ss., che preferisce qualificare come negozio misto di cooperazione gestoria e materiale (anziché come mandato) il rapporto tra cliente e intermediario.

<sup>78</sup> Per evitare confusioni di patrimonio, gli strumenti finanziari di proprietà dell'intermediario devono essere registrati in conti distinti da quelli di pertinenza dei clienti (artt. 30, 3° comma, d.lgs. 213/1998).

Il trasferimento delle azioni dematerializzate può essere effettuato dai titolari solo tramite gli intermediari autorizzati. Su loro richiesta la società di gestione provvede infatti a registrare i trasferimenti delle azioni nei conti agli stessi accessi. Una volta concluso il trasferimento con la registrazione da parte della società di gestione<sup>79</sup>, gli intermediari dovranno a loro volta registrare lo stesso nel conto del proprio cliente (art. 30 d.lgs. 213/1998).

La registrazione produce *ex lege* effetti equivalenti a quelli determinati dal trasferimento secondo la disciplina dei titoli di credito. Infatti, «colui che ha ottenuto la registrazione in suo favore, *in base a titolo idoneo e in buona fede*, non è soggetto a pretese o azioni da parte dei precedenti titolari» (art. 32, 2° comma)<sup>80</sup>; ed ha inoltre la legittimazione piena ed esclusiva ad esercitare i relativi diritti secondo la disciplina propria di ciascuna specie di strumento finanziario (art. 32, 1° comma). D'altro canto, l'emittente potrà opporgli solo le eccezioni a lui personali e quelle comuni a tutti gli altri titolari degli stessi diritti (art. 33)<sup>81</sup>.

L'intermediario esercita in nome e per conto del titolare del conto i diritti patrimoniali relativi alle azioni dematerializzate (art. 30, 1° comma). I diritti amministrativi sono invece esercitati dal titolare del conto, sulla base di una certificazione non trasferibile rilasciata dall'intermediario, al quale può essere peraltro conferito mandato all'esercizio di tali diritti. L'ammissione del socio in assemblea avviene invece sulla base di una semplice comunicazione effettuata alla società, su richiesta del socio stesso, da parte dell'intermediario che tiene il conto (art. 31).

La società provvede ad aggiornare il libro dei soci sulla base delle comunicazioni ricevute e dei certificati depositati. La distinzione fra azioni nominative ed al portatore permane perciò anche in regime di dematerializzazione e di gestione accentrata<sup>82</sup>.

<sup>79</sup> E correttamente nel senso che il trasferimento si perfeziona con la registrazione da parte della società di gestione sul conto dell'intermediario beneficiario, mentre non è necessario a tal fine l'accreditamento del conto dell'acquirente presso l'intermediario. LIBONATI, *Titoli di credito*, 129 s.; M. CIAN, *Titoli dematerializzati*, 306 ss.; CARDARELLI, *L'azione dematerializzata*, 322 ss.

<sup>80</sup> Sull'acquisto a non domino di strumenti finanziari dematerializzati, vedi, in particolare, i contributi di La SALA, in *Banca e borsa*, 2004, I, 467 e in *Riv. soc.*, 2004, 1391.

<sup>81</sup> Per i punti di convergenza di tale disciplina con quella propria dei titoli di credito, vedi il terzo volume (19/13), nonché, LIBONATI, *Titoli di credito*, 126 s.; RESCIGNO, in *Banca e borsa*, 1999, I, 215 ss.; M. CIAN, *Titoli dematerializzati*, 60 ss. E per quanto riguarda, in particolare, la possibilità di mantenere ferma la distinzione fra titolarità e legittimazione anche nel sistema dematerializzato. OPRÒ, in *Riv. dir. civ.*, 1998, I, 645 ss.; CARDARELLI, *L'azione dematerializzata*, 121 ss.; ma in senso critico, SPADA, in *Banca e borsa*, 1999, I, 407 ss.

<sup>82</sup> La circostanza che anche le azioni al portatore (azioni di risparmio) risultino oggi registrate in un conto aperto dall'intermediario a nome del cliente e che il relativo trasferimento avvenga perciò tra conti individuali nominativamente ha indotto a dubitare che la distinzione fra

## 18. I vincoli sulle azioni.

Le azioni possono essere costituite in usufrutto o in pegno e possono inoltre formare oggetto di misure cautelari ed esecutive (sequestro giudiziario o conservativo, pignoramento).

La costituzione in usufrutto o in pegno delle azioni nominative avviene mediante annotazione del relativo vincolo, a cura della società emittente, sul titolo e nel libro dei soci (art. 3, 1° comma, r.d. 239/1942) ed è improrogabile di effetti nei confronti della società e dei terzi ove non vengano osservate tali formalità (art. 2024)<sup>83</sup>.

La costituzione in pegno può avvenire anche mediante consegna del titolo, girato con la clausola «in garanzia» od altra equivalente, fermo restando che il pegno è produttivo di effetti nei confronti della società solo con l'annotazione nel libro dei soci (art. 3, 2° comma, r.d. 239/1942)<sup>84</sup>.

Infine, «i pignoramenti, sequestri ed altre opposizioni debbono essere eseguiti sul titolo» (art. 3, 3° comma). È tuttavia controverso se lo sposessamento sia sufficiente per la piena efficacia del vincolo, indipendentemente dall'esecuzione del *transfer*<sup>85</sup>.

Una particolare disciplina, sostitutiva dell'annotazione del vincolo sul titolo, è poi dettata per le azioni gravate da vincoli che vengono immesse

azioni nominative e al portatore conservi rilevo nel sistema di gestione dematerializzata (e v. SPADA, in *Banca e borsa*, 1999, I, 418 s.). Nel senso tuttavia che la distinzione permane in quanto persiste per le azioni nominative la necessità di iscrizione nel libro dei soci (sia pure non più come presupposto della legittimazione all'esercizio dei diritti sociali), correttamente, MISERVINI, in *Giur. comm.*, 1999, I, 655 ss.; CARDARELLI, *L'azione dematerializzata*, 242 ss.; *Campobasso*/BRIOLINI, 736 ss.; e v. anche, LIBONATI, *Titoli di credito*, 132 s.

<sup>83</sup> L'usufruttuario ha diritto di ottenere dalla società un titolo separato da quello del nudo proprietario (art. 1, 3° comma, r.d. 239/1942). E per l'assoggettabilità a pegno sia dell'usufrutto che della nuda proprietà, v. RIVOLTA, in *Riv. dir. civ.*, 1998, I, 583 ss.

<sup>84</sup> Di fronte a tale disciplina è questione controversa se il pegno di azioni sia produttivo di effetti *fra le parti* prima ed indipendentemente dal compimento di tali formalità, purché si sia avuta la consegna dei titoli al creditore pignoratorio. Sul punto, in particolare, PARESOTTI, *Le operazioni sulle azioni*, 307 ss.; ANGELICI, *Le azioni*, 218 ss.; POLL, *Il pegno di azioni*, 234 ss., tutti orientati in senso negativo.

Ma vedi ora, BRIOLINI, *I vincoli sul titolo di credito*, Torino, 2003, 233 ss., il quale sostiene che la creazione del pegno sui titoli azionari potrebbe realizzarsi con *pienezza di effetti* anche nelle forme del pegno di crediti (art. 2800 ss.). Vale a dire con la consegna del titolo e la notificazione al debitore del credito ceduto in pegno, o l'accettazione di questo.

<sup>85</sup> Il problema nasce dal fatto che l'art. 3, 1° comma, richiede solo per i «vincoli reali» – e quindi sembrerebbe solo per la costituzione in usufrutto o pegno – anche l'esecuzione del *transfer*. All'opposto, la disciplina generale dei titoli di credito afferma espressamente che «nessun vincolo» è produttivo di effetti senza la duplice annotazione (art. 2024). Per lo stato della questione, ANGELICI, *Le azioni*, 226 ss.; PARESOTTI, *Le operazioni*, 352 ss.; BRIOLINI, in *Banca e borsa*, 2001, II, 184 ss., tutti orientati per la sufficienza del semplice sposessamento. Ma in senso contrario, MOREIRA, *Dir.*, 1986, I, 491 ss.; *Ann. Affari*, 10-7-1988, 1090, II, 225