



Consiglio Nazionale
dei Dottori Commercialisti
e degli Esperti Contabili

Fondazione
Nazionale dei
Commercialisti

RICERCA

DOCUMENTO DI RICERCA

LE S.R.L. PMI: DEROGHE AL DIRITTO SOCIETARIO E NOVITÀ INTRODOTTE DALLA LEGGE CAPITALI

Gabriella Trinchese

AREE DI DELEGA CNDCEC

Diritto societario

Finanza aziendale

CONSIGLIERI DELEGATI

David Moro

Antonio Repaci

30 SETTEMBRE 2024



Sommario

1. Introduzione	2
2. Ambito applicativo e definizione di PMI	3
3. Deroghe al diritto societario per le s.r.l. PMI	6
4. Categorie di quote nelle s.r.l. PMI	12
5. Circolazione delle quote di partecipazione attraverso i portali per la raccolta di capitali	15
6. Dematerializzazione delle quote di partecipazione in s.r.l. PMI	19
7. S.r.l. PMI aperta: disciplina applicabile	23



1. Introduzione

La legge 5 marzo 2024, n. 21¹ (c.d. legge Capitali), al fine di promuovere e incrementare la liquidità nel settore delle PMI italiane, ha recentemente introdotto nel nostro ordinamento la facoltà, per le PMI costituite in forma di s.r.l., di dematerializzare le proprie partecipazioni mediante l'accesso al regime di gestione accentrata previsto dall'art. 83-bis e ss., d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, *breviter* TUF)².

Tale regime di dematerializzazione (c.d. "forte") si affianca ai sistemi di circolazione preesistenti quali il regime ordinario disciplinato dall'art. 2470 c.c. ovvero il regime di cui all'art. 36, comma 1-bis, d.l. 25 giugno 2008, n. 112³ nonché il regime di circolazione intermediata delle partecipazioni dematerializzate (c.d. dematerializzazione "impropria") previsto, ai sensi dell'art. 100-ter, TUF, per le s.r.l. PMI che ricorrono alla sollecitazione del risparmio presso il pubblico tramite piattaforme di *crowdfunding*.

Prima di approfondire le principali novità recate dalla legge Capitali in materia di dematerializzazione delle quote di partecipazione al capitale sociale delle s.r.l. PMI, appare opportuno ripercorrere brevemente i principali interventi normativi⁴ che hanno profondamente mutato la disciplina di tali società, sia con riguardo all'introduzione di talune deroghe alla disciplina di diritto comune delle s.r.l. contenute nell'art. 26 d.l. 18 ottobre 2012, n. 179⁵ (c.d. decreto Crescita 2.0, di seguito anche d.l. 179/2012) – in origine applicabili alle sole *start up* innovative, poi estese alle PMI innovative e attualmente a tutte le s.r.l. PMI⁶ – concernenti la possibilità di emettere categorie di quote fornite di diritti diversi e di offrirle al pubblico, sia relativamente alla previsione di un sistema di circolazione

¹ La legge 5 marzo 2024, n. 21 recante disposizioni in materia di "Interventi a sostegno della competitività dei capitali e delega al Governo per la riforma organica delle disposizioni in materia di mercati dei capitali recate dal testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, e delle disposizioni in materia di società di capitali contenute nel codice civile applicabili anche agli emittenti", pubblicata in G.U. n. 60 del 12 marzo 2024, è entrata in vigore il 27 marzo 2024.

² L'art. 3 della legge 5 marzo 2024, n. 21 rubricato "Dematerializzazione delle quote di piccole e medie imprese" ha aggiunto i tre nuovi commi 2-bis, 2-ter e 2-quater all'art. 26 d.l. 18 ottobre 2012, n. 179 introducendo per le s.r.l. PMI la possibilità di dematerializzare le quote di partecipazione al capitale sociale.

³ L'art. 36, comma 1-bis, d.l. 25 giugno 2008, n. 112 prevede che "L'atto di trasferimento di cui al secondo comma dell'articolo 2470 del codice civile può essere sottoscritto con firma digitale, nel rispetto della normativa anche regolamentare concernente la sottoscrizione dei documenti informatici, ed è depositato, entro trenta giorni, presso l'ufficio del registro delle imprese nella cui circoscrizione è stabilita la sede sociale, a cura di un intermediario abilitato ai sensi dell'articolo 31, comma 2-quater, della legge 24 novembre 2000, n. 340 (...)".

⁴ In particolare il riferimento è al d.l. 24 aprile 2017, n. 50, recante "Disposizioni urgenti in materia finanziaria, iniziative a favore degli enti territoriali, ulteriori interventi per le zone colpite da eventi sismici e misure per lo sviluppo" convertito con modificazioni dalla legge 21 giugno 2017, n. 96 in G.U. n. 144 del 23 giugno 2017 - Suppl. Ordinario n. 31, e al d.lgs. 3 agosto 2017, n. 129 recante "Attuazione della direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014, relativa ai mercati degli strumenti finanziari e che modifica la direttiva 2002/92/CE e la direttiva 2011/61/UE, così, come modificata dalla direttiva 2016/1034/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 23 giugno 2016, e di adeguamento della normativa nazionale alle disposizioni del regolamento (UE) n. 600/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014, sui mercati degli strumenti finanziari e che modifica il regolamento (UE) n. 648/2012, così come modificato dal regolamento (UE) 2016/1033 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 23 giugno 2016", in G.U. n. 198 del 25 agosto 2017.

⁵ Il d.l. 18 ottobre 2012, n. 179 recante "Ulteriori misure urgenti per la crescita del Paese" è stato pubblicato in G.U. n. 245 del 19 ottobre 2012 - Suppl. Ordinario n. 194 e convertito con modificazioni, dalla legge 17 dicembre 2012, n. 221 (in G.U. n. 294 del 18 dicembre 2012 - Suppl. Ordinario n. 208).

⁶ Trattasi delle specifiche deroghe al diritto societario previste dall'art. 26, commi 2, 5 e 6, d.l. 18 ottobre 2012, n. 179.



intermediata delle quote di partecipazione in s.r.l. PMI attraverso i portali per la raccolta di capitali, introdotto al fine di incentivare l'accesso al mercato dei capitali delle piccole e medie imprese.

2. Ambito applicativo e definizione di PMI

Come noto, il d.l. 18 ottobre 2012, n. 179 ha introdotto nel nostro ordinamento la definizione e la relativa disciplina delle *start-up* innovative⁷ e ha previsto, all'art. 26, specifiche deroghe al diritto societario, in origine applicabili alle sole *start-up* costituite in forma di società a responsabilità limitata⁸, con l'intento di delineare un quadro normativo volto a favorirne la crescita e l'accesso al mercato dei capitali.

Al riguardo, si ricorderà che, con l'emanazione dell'art. 4 d.l. 24 gennaio 2015, n. 3⁹ (c.d. decreto *Investment Compact*) venivano estese alle PMI innovative le deroghe al diritto societario previste da principio per le sole *start-up* innovative.

Con il d.l. 24 aprile 2017, n. 50 è stata poi estesa anche alle s.r.l. qualificabili come PMI (dunque indipendentemente dall'essere innovative) la disciplina già prevista per le *start-up* innovative¹⁰.

In seguito alle suddette modifiche, l'essere *start up* e il carattere innovativo non assumono più rilevanza ai fini della disciplina applicabile, assumendo valenza solo la forma societaria (s.r.l.) e la qualifica di PMI.

A tal fine, occorre preliminarmente evidenziare che le norme sopra richiamate, pur introducendo l'estensione delle suddette deroghe alle PMI costituite in forma di s.r.l., non dettano alcuna definizione delle stesse¹¹. Per delimitare l'applicabilità delle disposizioni in esame, la definizione di PMI è rinvenibile nella Raccomandazione europea 2003/361/CE¹² (d'ora in avanti "Raccomandazione") relativa alle microimprese, piccole e medie imprese, secondo la quale, in generale, sono PMI le imprese che presentano le seguenti caratteristiche:

⁷ La definizione e la disciplina della *start-up* innovativa è contenuta negli artt. 25 e ss., d.l. 18 ottobre 2012, n. 179.

⁸ L'art. 26 d.l. 18 ottobre 2012, n. 179, rubricato "Deroga al diritto societario e riduzione degli oneri per l'avvio" prevede ai commi 2, 3, 5 e 6, specifiche deroghe al diritto societario per le s.r.l. PMI. *Infra*, par. 3.

⁹ Il d.l. 24 gennaio 2015, n. 3 recante "Misure urgenti per il sistema bancario e gli investimenti" è stato convertito con modificazioni dalla legge 24 marzo 2015, n. 33, in G.U. del 25 marzo 2015, n. 70 - Suppl. Ordinario n. 15.

¹⁰ Più specificatamente, l'art. 57, comma 1, d.l. 24 aprile 2017, n. 50 ha previsto che: "all'articolo 26, commi 2, 5 e 6, del decreto-legge 18 ottobre 2012, n. 179, convertito, con modificazioni, dalla legge 17 dicembre 2012, n. 221, le parole: «start-up innovative» e «start-up innovativa», ovunque ricorrano, sono sostituite dalla seguente: "PMI"». La tecnica normativa è dunque quella della sostituzione dell'espressione "start-up innovativa/e" con il termine "PMI".

¹¹ Con riguardo alla definizione di s.r.l. PMI, cfr. Comitato Interregionale dei Consigli Notarili delle Tre Venezie, I.N. 1, *Definizione di s.r.l.-Pmi* - 1° pubbl. 9/18, secondo cui "per la definizione di s.r.l.-PMI occorre far riferimento alla raccomandazione della Commissione Europea 2003/361/CE, allegato 1, sia per quanto riguarda le caratteristiche oggettive sia per quanto riguarda i criteri di accertamento di tali caratteristiche".

¹² Cfr. Raccomandazione della Commissione del 6 maggio 2003, n. 2003/361/CE relativa alla definizione delle microimprese, piccole e medie imprese, pubblicata in G.U.U.E. n. L 124 del 20 maggio 2003.



- a) svolgono una qualsiasi attività economica¹³;
- b) occupano meno di 250 persone¹⁴; e
- c) hanno un fatturato annuo che non superi i 50 milioni di euro oppure un totale di bilancio annuo che non superi i 43 milioni di euro¹⁵.

Pertanto, è qualificabile come PMI la società a responsabilità limitata che in base all'ultimo bilancio annuale o consolidato consti meno di 250 occupati – requisito che deve sempre sussistere – e che presenti uno dei restanti criteri (meno di euro 50 milioni di fatturato annuo e meno di euro 43 milioni di totale di bilancio annuo).

Con riferimento ai limiti dimensionali di cui ai punti b) e c) sopra menzionati, la Raccomandazione prevede che una s.r.l. perda la qualifica di PMI solo se gli stessi siano superati per due esercizi consecutivi¹⁶. Invece, con riguardo alle società di nuova costituzione che non abbiano ancora chiuso i conti del primo esercizio, la Raccomandazione chiarisce che suddetti dati siano oggetto di una stima in buona fede¹⁷.

¹³ Cfr. art. 1, Titolo I dell'Allegato alla Raccomandazione 2003/361/CE secondo cui *“Si considera impresa ogni entità, a prescindere dalla forma giuridica rivestita, che eserciti un'attività economica. In particolare sono considerate tali le entità che esercitano un'attività artigianale o altre attività a titolo individuale o familiare, le società di persone o le associazioni che esercitino un'attività economica”*.

¹⁴ Cfr. art. 2, par. 1, Titolo I dell'Allegato alla Raccomandazione 2003/361/CE e quarto considerando della medesima Raccomandazione secondo cui *“Il criterio del numero degli occupati (in prosieguo “il criterio degli effettivi”) rimane senza dubbio tra i più significativi e deve imporsi come criterio principale; tuttavia l'introduzione di un criterio finanziario costituisce il complemento necessario per apprezzare la vera importanza di un'impresa, i suoi risultati e la sua situazione rispetto ai concorrenti. Non sarebbe però auspicabile prendere in considerazione come criterio finanziario solo il fatturato, dato che il fatturato delle imprese nel settore del commercio e della distribuzione è normalmente più elevato di quello del settore manifatturiero. Il criterio del fatturato deve quindi essere considerato unitamente a quello del totale di bilancio, che riflette l'insieme degli averi di un'impresa, ed uno dei due criteri può essere superato”*.

¹⁵ Cfr. art. 2, par. 1, Titolo I dell'Allegato alla Raccomandazione 2003/361/CE.

¹⁶ L'art. 4, par. 2, Raccomandazione 2003/361/CE chiarisce che *“Se un'impresa, alla data di chiusura dei conti, constata di aver superato, nell'uno o nell'altro senso e su base annua, le soglie degli effettivi o le soglie finanziarie di cui all'articolo 2 essa perde o acquisisce la qualifica di media, piccola o microimpresa solo se questo superamento avviene per due esercizi consecutivi”*. Si veda anche Comitato Interregionale dei Consigli Notarili delle Tre Venezie, I.N. 1, *cit.*, che con riguardo ai criteri di accertamento di tali caratteristiche, afferma che il criterio dimensionale del personale non deve mai essere superato, mentre i parametri di bilancio non devono essere alternativamente superati per due esercizi consecutivi (art. 4, Racc. CE). L'art. 4, par. 1, Raccomandazione 2003/361/CE, specifica che *“I dati impiegati per calcolare gli effettivi e gli importi finanziari sono quelli riguardanti l'ultimo esercizio contabile chiuso e vengono calcolati su base annua. Essi sono presi in considerazione a partire dalla data di chiusura dei conti. L'importo del fatturato è calcolato al netto dell'imposta sul valore aggiunto (IVA) e di altri diritti o imposte indirette”*.

¹⁷ Cfr. art. 4, par. 3, Raccomandazione 2003/361/CE. Si veda anche Comitato Interregionale dei Consigli Notarili delle Tre Venezie, I.N.1, *cit.*, secondo cui quanto alle società che abbiano chiuso un solo esercizio, l'accertamento delle suddette caratteristiche oggettive avviene su base annua utilizzando i dati risultanti dal relativo bilancio regolarmente approvato; per le s.r.l. PMI di nuova costituzione, o nel caso in cui non risulti chiuso il primo esercizio, è invece prescritto che l'accertamento dei summenzionati requisiti debba avvenire utilizzando una stima in buona fede effettuata e condivisa da tutti i soci in sede di perfezionamento dell'atto costitutivo, se la società è di nuova costituzione, ovvero effettuata dagli amministratori, se la s.r.l. è già costituita ma in attesa di chiudere i conti del primo esercizio. Con riguardo alla stima (di cui all'art. 4, par. 3, Raccomandazione 2003/361/CE) il medesimo Orientamento, ritiene che *“la stima in oggetto non è ovviamente una perizia, in quanto non è richiesto di accertare eventi già accaduti, documentati o documentabili, ma, piuttosto, seguendo una logica tipica degli ordinamenti di common law, si chiede ai diretti interessati di attestare in “buona fede”, assumendone la responsabilità, quali siano i prevedibili limiti dimensionali della propria impresa. È per tale motivo che nell'orientamento si è affermato che l'eventuale stima richiesta in sede di costituzione di una s.r.l., al fine di legittimare l'introduzione nel suo statuto delle deroghe al diritto societario riservate alla PMI, non debba essere effettuata da un terzo indipendente e non richieda alcun giuramento”*.



La Commissione Europea, nella medesima Raccomandazione¹⁸, specifica che all'interno della categoria delle PMI si distinguono ulteriormente:

- la "piccola impresa", definita come l'impresa che occupa meno di 50 persone e realizza un fatturato annuo o un totale di bilancio annuo non superiori a 10 milioni di euro;
- la "microimpresa", definita come l'impresa che occupa meno di 10 persone e realizza un fatturato annuo oppure un totale di bilancio annuo non superiori a 2 milioni di euro;
- la "media impresa" si individua in via residuale ed è, come già illustrato, quella che si colloca al di sopra delle soglie della micro e della piccola impresa ma entro i 250 occupati, i 50 milioni di fatturato annuo o i 43 milioni di totale di bilancio annuo.

A livello comunitario, oltre alla appena fornita definizione di PMI avente portata generale, ne esiste un'altra astrattamente riferibile alle sole s.r.l. abilitate a offrire al pubblico i propri titoli e contenuta nel Regolamento (UE) n. 2017/1129¹⁹ che, all'art. 2, par. 1, lett. f), definisce "piccole e medie imprese" o PMI²⁰:

società che in base al loro più recente bilancio annuale o consolidato soddisfino almeno due dei tre criteri seguenti: numero medio di dipendenti nel corso dell'esercizio inferiore a 250, totale dello stato patrimoniale non superiore a 43 milioni di euro e fatturato netto annuale non superiore a 50 milioni di euro;

oppure

piccole e medie imprese quali definite all'art. 4, paragrafo 1, punto 13, della direttiva 2014/65/UE, secondo cui è "piccola o media impresa" un'impresa che ha una capitalizzazione di borsa media inferiore a 200 milioni di euro sulla base delle quotazioni di fine anno dei tre precedenti anni civili.

¹⁸ Cfr. art. 2, par. 2 e 3, Raccomandazione 2003/361/CE.

¹⁹ Cfr. il Regolamento (UE) 2017/1129 del Parlamento europeo e del Consiglio del 14 giugno 2017 "relativo al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di titoli in un mercato regolamentato, e che abroga la direttiva 2003/71/CE". Come si evince dal considerando 51 del Regolamento (UE) n. 2017/1129, l'ampliamento della nozione di PMI anche alle suddette imprese viene giustificato in ragione dell'obiettivo di agevolare l'accesso delle PMI al finanziamento nei mercati dei capitali nell'Unione, ritenendo che "uno degli obiettivi fondamentali dell'Unione dei mercati dei capitali è agevolare l'accesso delle PMI al finanziamento nei mercati dei capitali nell'Unione. È opportuno estendere la definizione di PMI in modo da includere le PMI di cui alla definizione della direttiva 2014/65/UE, per assicurare la coerenza tra il presente regolamento e la direttiva 2014/65/UE. Dato che di norma le PMI hanno bisogno di raccogliere importi relativamente più bassi rispetto ad altri emittenti, i costi di redazione del prospetto standard potrebbero essere sproporzionatamente elevati e scoraggiare le imprese dall'offrire i loro titoli al pubblico. Allo stesso tempo, a causa delle loro dimensioni e della potenziale esiguità dei dati passati, le PMI potrebbero presentare uno specifico rischio di investimento rispetto ai grandi emittenti e dovrebbero divulgare informazioni sufficienti affinché gli investitori possano assumere le loro decisioni di investimento".

²⁰ La nozione di PMI contenuta nel Regolamento (UE) n. 2017/1129 e attualmente richiamata dall'art. 61, comma 1, lett. h), TUF è da ritenersi applicabile ai soli fini del crowdfunding considerato che tale definizione era stata originariamente recepita nell'ordinamento interno, all'art. 1, comma 5-novies, TUF con riferimento alle imprese abilitate a raccogliere capitale di rischio tramite il crowdfunding, prevedendo che: "Per "portale per la raccolta di capitali per le piccole e medie imprese e per le imprese sociali" si intende una piattaforma on line che abbia come finalità esclusiva la facilitazione della raccolta di capitale di rischio da parte delle piccole e medie imprese, come definite dall'articolo 2, paragrafo 1, lettera (f), primo alinea, del regolamento (UE) 2017/1129, delle imprese sociali e degli organismi di investimento collettivo del risparmio o di altre società che investono prevalentemente in piccole e medie imprese".



Ricostruita sommariamente la disciplina, ai fini dell'applicabilità delle deroghe al diritto societario di cui all'art. 26, commi 2,3,5 e 6, d.l. 18 ottobre 2012, n. 179, occorre far riferimento alla definizione di PMI contenuta nella Raccomandazione n. 2003/361/CE²¹ e non anche alla nozione di PMI contenuta nel Regolamento (UE) n. 2017/1129, quest'ultima funzionale alle esigenze di semplificazione con riguardo al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di titoli in un mercato regolamentato²².

3. Deroghe al diritto societario per le s.r.l. PMI

Il complesso di norme derogatorie introdotte dall'art. 26 d.l. 179/2012 continua a trovare applicazione con riguardo alla disciplina delle s.r.l. PMI, che rappresentano la quasi totalità delle s.r.l. Ne consegue che alle s.r.l., per la sola circostanza di qualificarsi come PMI, è riconosciuta ampia autonomia statutaria nella determinazione del contenuto delle quote di categoria.

Più specificatamente, alle s.r.l. PMI è consentito tramite una specifica previsione dell'atto costitutivo:

- i) creare categorie di quote fornite di diritti diversi e, nei limiti imposti dalla legge, determinare liberamente il contenuto delle varie categorie, anche in deroga a quanto previsto dall'art. 2468, commi secondo e terzo, c.c.²³;
- ii) creare categorie di quote, anche in deroga all'art. 2479, comma 5, c.c., prive del diritto di voto o con attribuzione al socio di diritti di voto in misura non proporzionale alla partecipazione da questi detenuta ovvero diritti di voto limitati a particolari argomenti o subordinati al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative²⁴.

²¹ Al riguardo, si evidenzia che il Disegno di Legge annuale per il Mercato e la Concorrenza (c.d. DDL Concorrenza 2023) approvato dal Consiglio dei Ministri il 26 luglio 2024, nella versione recante la bollinatura della Ragioneria dello Stato apporta alcune modifiche alla definizione di *start up* innovativa inserendo, all'art. 25, comma 2, d.l. 179/2012, dopo la lett. a) la seguente definizione: "è una *micro, piccola o media impresa (MPMI)*, come definita dalla raccomandazione 2003/361/CE";. Tale intervento normativo conferma ulteriormente che la definizione cui fare riferimento è quella ivi contenuta.

²² Con riguardo alle sopra menzionate definizioni, osserva A. Busani: "Anche le Srl-Pmi potranno dematerializzare le quote" in *Il Sole 24 ore* del 25 marzo 2024, Norme e tributi, 29 che "In effetti, le due definizioni sono pressoché identiche dal punto di vista quantitativo e differiscono solo per il fatto che la Raccomandazione 2003/361 richiede che la soglia relativa al numero dei dipendenti non possa essere mai superata a differenza della nozione contenuta nel Tuf, secondo la quale le due soglie da non superare sono alternative fra tutti i tre i parametri. Ebbene, appare preferibile seguire la nozione ricavata dalla Raccomandazione 2003/361, dato che si tratta di una definizione di carattere generale, quando invece la definizione recata dal Tuf è specificamente dettata in relazione all'attività di collocazione delle quote di Srl-Pmi mediante piattaforme di equity crowdfunding al fine di consentire l'effettuazione di procedure semplificate in ordine alla pubblicazione del prospetto".

²³ Cfr. art. 26, comma 2, d.l. 18 ottobre 2012, n. 179 secondo cui "L'atto costitutivo della PMI costituita in forma di società a responsabilità limitata può creare categorie di quote fornite di diritti diversi e, nei limiti imposti dalla legge, può liberamente determinare il contenuto delle varie categorie anche in deroga a quanto previsto dall'articolo 2468, commi secondo e terzo, del codice civile".

²⁴ Stante il riferimento contenuto nel comma 3, d.l. 18 ottobre 2012, n. 179 alle società di cui al comma 2 della stessa norma, viene estesa alle s.r.l. PMI anche la possibilità di creare tali categorie di quote. Cfr. art. 26, comma 3, d.l. 18 ottobre 2012, n. 179 secondo cui "L'atto costitutivo della società di cui al comma 2, anche in deroga all'articolo 2479, quinto comma, del codice civile, può creare categorie di quote che non attribuiscono diritti di voto o che attribuiscono al socio diritti di voto in misura non proporzionale alla partecipazione da questi detenuta ovvero diritti di voto limitati a particolari argomenti o subordinati al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative".



È altresì previsto che le PMI costituite in forma di s.r.l. possano anche:

- iii) effettuare operazioni sulle proprie partecipazioni, in deroga a quanto stabilito dall'art. 2474 c.c., purché compiute in attuazione di piani di incentivazione che prevedano la assegnazione di quote a dipendenti, collaboratori, amministratori o prestatori d'opera e servizi anche professionali²⁵;
- iv) offrire le quote di partecipazione al capitale sociale al pubblico, anche attraverso i portali *on line* per la raccolta di capitali²⁶.

Per quanto attiene alla determinazione del contenuto delle varie categorie di quote (*sub i*), in virtù della disposizione di cui all'art. 26, comma 2, d.l. 179/2012 è pertanto consentito che “l'atto costitutivo della PMI costituita in forma di società a responsabilità limitata” possa “creare categorie di quote fornite di diritti diversi e, nei limiti imposti dalla legge” possa “liberamente determinare il contenuto delle varie categorie anche in deroga a quanto previsto dall'articolo 2468, commi secondo e terzo, del codice civile”.

È evidente l'analogia con la disposizione dettata per le società per azioni nell'art. 2348, comma 2, c.c., in cui è contemplata la possibilità di creare categorie di azioni fornite di diritti diversi, prevedendo espressamente che la s.p.a. “nei limiti imposti dalla legge, può liberamente determinare il contenuto delle azioni delle varie categorie”. Non può non rilevarsi come l'avverbio “liberamente” sia riprodotto nella formulazione simile e quasi identica dell'art. 26, comma 2, d.l. 179/2012.

Sotto il profilo delle possibili configurazioni delle categorie di quote deve osservarsi che la norma testè richiamata, con la formula “fornite di diritti diversi” parrebbe alludere sia ai diritti patrimoniali, che a quelli amministrativi in senso positivo, o anche in negativo²⁷ secondo la più ampia autonomia statutaria e nei limiti imposti dalla legge.

Posto il principio generale di tendenziale libertà nella determinazione del contenuto delle categorie di quote, è risultata necessaria l'individuazione dei limiti entro cui possa spingersi l'autonomia statutaria.

In assenza di specifiche previsioni normative, quanto ai “limiti imposti dalla legge”, secondo il prevalente orientamento di prassi²⁸, sono da ricomprendersi sia quelli generali (quale, ad esempio, il

²⁵ Cfr. art. 26, comma 6, d.l. 18 ottobre 2012, n. 179 ai sensi del quale: “Nelle PMI costituite in forma di società a responsabilità limitata, il divieto di operazioni sulle proprie partecipazioni stabilito dall'articolo 2474 del codice civile non trova applicazione qualora l'operazione sia compiuta in attuazione di piani di incentivazione che prevedano l'assegnazione di quote di partecipazione a dipendenti, collaboratori o componenti dell'organo amministrativo, prestatori di opera e servizi anche professionali”.

²⁶ L'art. 26, comma 5, d.l. 18 ottobre 2012, n. 179, prevede che “In deroga a quanto previsto dall'articolo 2468, comma primo, del codice civile, le quote di partecipazione in PMI costituite in forma di società a responsabilità limitata possono costituire oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari, anche attraverso i portali per la raccolta di capitali di cui all'articolo 30 del presente decreto, nei limiti previsti dalle leggi speciali”.

²⁷ In tal senso cfr. O. Cagnasso, *S.r.l. aperta*, in *Le Nuove leggi civili commentate*, 5/2020, 1228. A titolo esemplificativo, le quote di categoria potranno incorporare diritti o oneri, ad esempio diritti di voto maggiorato o ridotto, diritto di veto, ecc. Per una panoramica generale circa tutte le possibili configurazioni di diritti diversi attribuibili alle quote “di categoria” nelle s.r.l. PMI si veda A. Busani, “Massime notari e orientamenti professionali. Categorie di quote nella s.r.l. - PMI”, in *Le Società* 4/2019, 493-506.

²⁸ In termini cfr. Consiglio Notarile di Milano, Massima n. 173 del 27 novembre 2018, *Contenuto dei diritti diversi delle categorie di quote di s.r.l. PMI*, secondo cui “I confini entro i quali può dunque muoversi l'autonomia statutaria sono costituiti dai “limiti previsti dalla legge”, i quali a loro volta possono avere un connotato “generale” o “implicito” (così ad esempio il



divieto di patto leonino), sia i limiti stabiliti per le s.r.l. (quale, ad esempio, il divieto di sopprimere le cause inderogabili di recesso previste dall'art. 2473 c.c.).

Deve sottolinearsi che le categorie di quote delle s.r.l. PMI attribuiscono a tutti i loro possessori “*diritti diversi*” (dai diritti spettanti agli altri soci e/o alle quote di altre categorie), ma al contempo uguali ai diritti spettanti alle quote della medesima categoria²⁹.

Relativamente alla determinazione del contenuto delle varie categorie di quote, stando alle previsioni dell'art. 26, comma 2, d.l. 179/2012, è consentito alle s.r.l. PMI di derogare alla regola relativa alla proporzionalità tra diritti e partecipazione dettata dall'art. 2468, comma 2, c.c., nonché a quella concernente i diritti particolari di cui all'art. 2468, comma 3, c.c. Sul punto, vale la pena notare come già lo stesso art. 2468, comma 2, c.c. consenta espressamente di derogare alla regola della proporzionalità dei diritti sociali in relazione alla quota di partecipazione posseduta da ciascun socio nonché alla proporzionalità della misura della partecipazione in relazione al conferimento³⁰.

Con riguardo invece alla possibilità di deroga alle prescrizioni di cui all'art. 2468, comma 3, c.c. si ricorderà che, sin dai tempi della riforma del diritto societario del 2003, è stata riconosciuta la possibilità che l'atto costitutivo preveda l'attribuzione a singoli soci di particolari diritti riguardanti l'amministrazione della società o la distribuzione degli utili³¹. A differenza di quanto previsto per il tramite dell'art. 2468, comma 3, c.c., con cui si consente di diversificare i diritti con riferimento alla persona del singolo socio³²,

divieto di patto leonino di cui all'art. 2265 c.c., che impedisce di configurare una categoria di quote del tutto prive del diritto agli utili o della partecipazione alle perdite) oppure “speciale” o “espresso” (il divieto di sopprimere le cause inderogabili di recesso previste dall'art. 2473 c.c.)”; cfr. anche Comitato Interregionale dei Consigli notarili delle Tre Venezie, I.N.2, I diversi diritti attribuibili alle categorie di quote nelle s.r.l.-PMI - 1° pubbl. 9/18, che nella motivazione al medesimo orientamento afferma che “È preferibile ritenere che i “limiti di legge” cui fa riferimento la norma siano innanzitutto quelli generali e di principio vigenti per tutte le società, anche in assenza di categorie di quote, e precisamente: (i) il divieto di patto leonino di cui all'art. 2265 c.c. per cui “è nullo il patto con il quale uno o più soci sono esclusi da ogni partecipazione agli utili o alle perdite” (.....);(ii) il rispetto dello schema causale del contratto di società e quindi il divieto di prevedere forme di remunerazione garantite (o un interesse fisso o variabile) in quanto la remunerazione del capitale non può essere svincolata dal risultato (positivo) dell'attività della società e il socio deve essere esposto al rischio della mancata fruizione degli utili. (.....) A questi limiti si aggiungono i limiti tipologici caratterizzanti la società a responsabilità limitata tra i quali: il divieto di rappresentare le partecipazioni in azioni (art. 2468, comma 1, c.c.), le cause di recesso inderogabili (art. 2473 c.c. e 2481-bis, comma 1, c.c.), le competenze inderogabilmente riservate all'organo di amministrazione pluripersonale (art. 2475, comma 1, c.c.), il diritto di agire in responsabilità contro gli amministratori e chiederne la revoca (art. 2476, comma 3, c.c.), il diritto di sottoporre materie alla decisione dei soci e/o al metodo assembleare, le materie riservate alla competenza di soci (art. 2479, comma 2, c.c.), le deliberazioni da assumersi con il metodo assembleare (art. 2479, comma 4, c.c.), il diritto di impugnare le decisioni invalide dei soci (art. 2479 ter c.c.), il divieto di escludere il diritto di opzione nel caso di ricostituzione del capitale per perdite al di sotto del limite legale (art. 2482-ter c.c. e art. 2481-bis, comma 1, c.c.) (.....)”.

²⁹ In tal senso cfr. Consiglio Notarile di Milano, Massima n. 171 del 27 novembre 2018 “Nozione di categorie di quote di s.r.l. PMI (art. 26, comma 2, d.l. 179/2012; art. 2468 c.c.; 2348 c.c.)” e Comitato Interregionale dei Consigli notarili delle Tre Venezie, I.N.2, cit., secondo cui “E' comunque necessario che le quote appartenenti alla medesima categoria conferiscano i medesimi diritti”.

³⁰ Sulla doppia regola di proporzionalità v. A. Paolini, commento all'art. 2468 c.c. - Delle Società - dell'azienda - della concorrenza a cura di D. Santosuosso, artt. 2452-2510, in *Commentario del codice civile* diretto da E. Gabrielli UTET Giuridica, 2015, 303, secondo il quale “Entrambe le regole sono derogabili: la prima in ragione della possibilità di attribuire a ciascun socio “particolari diritti”; la seconda in ragione della possibilità di introdurre un'espressa deroga nell'atto costitutivo”.

³¹ Tali diritti possono essere assegnati a soci individuati nominativamente, o individuabili per *relationem*. In tal senso A. Maffei Alberti, Commentario breve al Diritto delle società, CEDAM 2015, sub 2468, c.c., 1309.

³² Cfr. P. Benazzo, *Categorie di quote, diritti di voto e “governance” della “nuovissima” s.r.l.* in *Rivista di diritto societario*, 3/2019, 646 che ritiene: “Secondo la posizione (o la rotta se si volesse far uso della metafora dei mondi) dominante, la diversificazione (in termini di diritti) delle partecipazioni sociali nel tipo non azionario non potrebbe dunque che aver luogo se



accentuando il carattere personalistico della partecipazione in s.r.l. e dunque la sua soggettivizzazione³³, diversamente, la creazione di categorie di quote implica che l'attribuzione dei diritti diversi avvenga indipendentemente dall'identità del socio cui sono riferibili, come può riscontrarsi con riguardo alle azioni delle s.p.a.³⁴.

Inoltre, con riguardo alla possibilità di far coesistere quote ordinarie dotate di diritti particolari a favore dei singoli soci di cui all'art. 2468, comma 3, c.c. con le categorie di quote, si ritiene che tale coesistenza non sembrerebbe vietata, fermo restando la difficoltà di adattamento delle clausole statutarie al fine di rendere compatibili le varie tipologie di quote con i particolari diritti³⁵. Altra differenza può rinvenirsi nella circostanza che l'attribuzione di diritti particolari ex art. 2468, comma 3, c.c., di regola, richiede l'unanimità dei consensi dei soci, rappresentando un'eccezione – riferibile solo ad alcuni soci – al principio di uguaglianza e proporzionalità del contenuto delle partecipazioni³⁶, mentre l'emissione di categorie di quote dotate di diritti diversi, in mancanza di diverse disposizioni statutarie, è deliberata dall'assemblea dei soci con le maggioranze previste per le modificazioni statutarie, purché avvenga nel rispetto della parità di trattamento di tutti i soci³⁷.

Passiamo all'esame della previsione di cui all'art. 26, comma 3, d.l. 179/2012 (*sub ii*). In essa si dispone che *“l'atto costitutivo della società di cui al comma 2, anche in deroga all'articolo 2479, quinto comma,*

non in stretta coerenza con l'intuitus personae dei soci: con una puntualizzazione cioè singolare o, al più, collettiva – ma pur sempre irrelata a un processo di incorporazione – per categorie di soci”.

³³ In tal senso Consiglio Nazionale del Notariato, Studio n. 101-2018/I - *La nuova disciplina delle (PMI) società a responsabilità limitata* - Approvato dalla Commissione Studi di impresa il 19/04/2018), 8.

³⁴ Consiglio Nazionale del Notariato, Studio n. 101-2018/I, cit., 9: *“La diversità fra diritti particolari attribuiti a singoli soci e categorie di quote si apprezza sotto il profilo della peculiare disciplina, legale o convenzionale, rispettivamente applicabile. La categorizzazione in quote unitarie del rapporto sociale si differenzia dall'attribuzione di “diritti particolari” a “singoli soci”, in quanto: - nel caso di categorie di quote, si diversificano le prerogative e/o gli oneri delle partecipazioni oggettivate – pensate, cioè, indipendentemente dall'identità del socio cui sono ascritte; - nel caso dei diritti particolari, la diversificazione attiene a questo o quel socio – la sua partecipazione risolvendosi nell'esser parte, in una o altra misura (monetaria, frazionaria, percentuale) del rapporto sociale”.*

³⁵ Nel tipo societario della s.r.l. la coesistenza dei particolari diritti con le categorie di quote non è peraltro esclusa, come rappresentato dalla Massima n. 171, cit. Sul punto, il Comitato Interregionale dei Consigli notarili delle Tre Venezie, I.N.2, cit., ha ritenuto che: *“In termini teorici nulla vieta di far coesistere le “quote ordinarie” con i “particolari diritti del socio” e con le “categoria di quote”, ma in pratica, la reale difficoltà che dovrà affrontare il professionista che si troverà a redigere lo statuto sarà quella di fare tutto il necessario lavoro di adattamento delle clausole al fine di rendere compatibile la coesistenza attuale e futura delle varie tipologie di quote con i particolari diritti”.*

³⁶ Sul tema, G.F. Campobasso, *Diritto Commerciale 2 - Diritto delle Società*, Milano, 2022, 572, che evidenzia come *“salvo diversa previsione statutaria, questi diritti particolari possono essere modificati solo con il consenso di tutti i soci (art. 2468, 3° e 4° comma). Inoltre, poiché sono diritti attribuiti dall'atto costitutivo direttamente alla persona del socio, in caso di alienazione della quota non si trasferiscono automaticamente all'acquirente”.*

³⁷ Cfr. Consiglio Notarile di Milano, Massima n. 172 del 27 novembre 2018, *Modalità e condizioni di emissione di categorie di quote di s.r.l. PMI (art. 26, comma 2, d.l. 179/2012; artt. 2468 e 2473 c.c.)*, secondo cui *“Le vicende che consentono il rispetto della parità di trattamento, come analiticamente indicato nella massima, sono essenzialmente le seguenti: (i) emissione di una nuova categoria di quote mediante un aumento del capitale sociale offerto in opzione ai soci in proporzione alle partecipazioni detenute; (ii) emissione di una nuova categoria di quote mediante conversione obbligatoria di una parte proporzionale di tutte le partecipazioni sociali già esistenti; (iii) emissione di una nuova categoria di quote mediante conversione facoltativa delle partecipazioni sociali già esistenti, offerta a tutti i soci in proporzione alle partecipazioni detenute. In ciascuno di questi casi, si verifica sì una modificazione del contenuto delle partecipazioni sociali, mediante la creazione di una categoria di quote dotate di diritti diversi, ma ciò avviene in modo uguale per tutti i soci o almeno mediante un'offerta rivolta in modo uguale a tutti i soci. L'identità dell'interesse comune, pertanto, giustifica l'applicazione del generale principio di maggioranza, senza che sia necessario ricorrere alla regola unanimitaria, eccezionalmente prevista dalla legge solo qualora venga meno l'identità dell'interesse comune dei soci”.*



del codice civile” possa creare “categorie di quote che non attribuiscono diritti di voto o che attribuiscono al socio diritti di voto in misura non proporzionale alla partecipazione da questi detenuta ovvero diritti di voto limitati a particolari argomenti o subordinati al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative”. Viene legittimata la creazione di quote che attribuiscono diritti diversi in materia di diritto di voto, anche in espressa deroga al principio di proporzionalità rispetto alla partecipazione di cui all’art. 2479, comma 5, c.c.³⁸. Stante il riferimento alle società di cui al comma 2, è dunque consentita alle PMI costituite in forma di s.r.l. la possibilità di creare categorie di quote i) prive diritto di voto o ii) che attribuiscono al socio diritti di voto in misura non proporzionale alla partecipazione detenuta, ovvero iii) che attribuiscono diritti di voto limitati a particolari argomenti, o iv) subordinati al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative³⁹.

L’elencazione delle opzioni praticabili contenuta nell’art. 26, comma 3, d.l. 179/2012 parrebbe essere meramente indicativa delle possibili configurazioni del diritto di voto attribuito alla categoria di quote, con il corollario che potrebbero essere statutariamente configurate anche quote a voto plurimo o potenziato⁴⁰, oppure che attribuiscono diritti di voto in misura più (o anche meno) che proporzionale alla partecipazione detenuta⁴¹.

Attenendosi al confronto con la disciplina della s.p.a. e, più nello specifico, con il disposto speculare della prima parte dell’art. 2351, comma 2, c.c.⁴², il mancato richiamo al limite di cui al comma 2 dell’art. 2351 c.c. – secondo cui il valore di tali azioni non può complessivamente superare la metà del capitale sociale⁴³ – ha posto il dubbio circa l’applicabilità in via analogica alle s.r.l. PMI di questa regola. Sulla possibilità di un superare tale limite quantitativo si è espresso un orientamento di prassi⁴⁴ secondo cui,

³⁸ L’art. 2479, comma 5, c.c. dispone che “Ogni socio ha diritto di partecipare alle decisioni previste dal presente articolo ed il suo voto vale in misura proporzionale alla sua partecipazione”.

³⁹ Per una panoramica generale circa tutte le possibili configurazioni dei diritti di voto attribuibili alle quote “di categoria” nelle s.r.l. PMI si veda A. Busani, “Massime notarili e orientamenti professionali. Categorie di quote nella s.r.l. - PMI”, cit., 493-506.

⁴⁰ In tal senso P. Benazzo, voce *Start up e P.M.I. Innovative*, in *Digesto delle discipline privatistiche. Sezione commerciale*. Torino, Utet, 2017, 485.

⁴¹ Oltre a tali categorie di quote, è stata inoltre ritenuta ammissibile la previsione di meccanismi di voto scaglionato o con tetto massimo. Cfr. Consiglio Notarile di Milano, Massima n. 174 del 27 novembre 2018, *Categorie di quote a voto ridotto o maggiorato nelle s.r.l. PMI (art. 26, comma 3, d.l. 179/2012)*.

⁴² Come è noto, la disposizione stabilisce che, fatto salvo quanto previsto in leggi speciali, lo statuto della s.p.a. possa prevedere la creazione di azioni i) senza diritto di voto, ii) con diritto di voto limitato a particolari argomenti, iii) con diritto di voto subordinato al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative. Tuttavia, l’ultima parte della disposizione prevede che il valore di queste azioni non può complessivamente superare la metà del capitale sociale.

⁴³ Cfr. Consiglio Nazionale del Notariato, Studio n. 101-2018/I, cit., 10 secondo cui “Il problema, nello specifico, investe la possibile rilevanza del limite di cui al comma 2 dell’art. 2351, c.c., per il quale il valore delle azioni senza diritto di voto, con diritto di voto limitato a particolari argomenti, con diritto di voto subordinato al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative non può complessivamente superare la metà del capitale sociale e la cui ratio viene rinvenuta tradizionalmente nell’esigenza di assicurare il governo della società, attraverso il voto nell’assemblea, solo a chi sia titolare di una frazione significativa del capitale sociale, evitando così un’eccessiva concentrazione di potere nelle mani di soci con azioni a voto pieno che rappresentino una frazione non significativa del capitale sociale”.

⁴⁴ Il Comitato Interregionale dei Consigli Notarili delle Tre Venezie, I.N.3., *Assenza di limiti quantitativi nella creazione di categorie di quote a voto limitato nelle s.r.l.-PMI - 1° pubbl. 9/18*, ha chiarito che: “Nel dettare la norma che ammette le categorie di quote a voto limitato nelle s.r.l.-PMI (art. 26, comma 3, del D.L. n. 179/2012) il legislatore ha sostanzialmente riprodotto per intero la analoga disposizione contenuta nell’art. 2351, comma 2, c.c. in materia di S.p.a., fatta eccezione per il limite quantitativo del 50% previsto dall’ultimo periodo di detto comma. Tale mancata riproduzione porta a ritenere che le s.r.l.-PMI possano creare categorie di quote che non attribuiscono diritti di voto, o che attribuiscono al socio diritti di voto in



il mancato richiamo starebbe a evidenziare la volontà del legislatore di non voler porre limiti quantitativi massimi alle quote di categoria, non riscontrandosi per questi tipi societari la medesima *ratio* che connota la disciplina delle s.p.a.⁴⁵.

Con riguardo, inoltre, agli ulteriori limiti attualmente imposti nelle s.p.a. dall'art. 2351, comma 4, c.c.⁴⁶ circa la creazione di categorie di azioni che attribuiscono un voto plurimo e dall'art. 127 *quinquies*, TUF, in caso di voto maggiorato, posto che l'art. 26, comma 3, d.l. 179/2012 non ne fa menzione alcuna, gli stessi non dovrebbero trovare applicazione con riguardo alle categorie di quote⁴⁷.

Come accennato, l'art. 26, comma 6, d.l. 179/2012⁴⁸, consente alle PMI in forma di s.r.l. di effettuare operazioni sulle proprie partecipazioni (*sub iii*), in deroga al divieto di operazioni sulle proprie partecipazioni espressamente previsto dall'art. 2474 c.c.⁴⁹, purché le stesse siano compiute in attuazione di piani di incentivazione che prevedano l'assegnazione di quote di partecipazione ai soggetti specificatamente indicati nella norma. Si tratta di dipendenti, collaboratori o componenti dell'organo amministrativo, prestatori di opera e servizi anche professionali⁵⁰.

La legittimità delle operazioni di acquisto di quote proprie è pertanto subordinata alle suddette condizioni previste dalla disciplina in materia di s.r.l. PMI⁵¹ e, sebbene non siano espressamente richiamate le ulteriori misure, né le cautele previste per le s.p.a.⁵², si è ritenuta applicabile⁵³

misura non proporzionale alla partecipazione da questi detenuta, ovvero diritti di voto limitati a particolari argomenti o subordinati al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative, in misura anche eccedente il 50% del totale delle partecipazioni".

⁴⁵ Comitato Interregionale dei Consigli Notarili delle Tre Venezie, I.N.3, *cit.* A favore della tesi sull'inapplicabilità analogica del limite quantitativo di cui all'art. 2351, comma 2, c.c. si veda anche Consiglio Notarile di Milano, Massima n. 174, *cit.*

⁴⁶ Anche l'art. 2351, comma 4, c.c. è stato modificato dalla legge Capitali che, in ordine al voto plurimo, ha stabilito che ciascuna azione di questa categoria può avere fino a un massimo di dieci voti (e non più tre voti, come nella previgente disciplina).

⁴⁷ In tal senso, Consiglio Notarile di Milano, Massima n. 174, *cit.*

⁴⁸ L'art. 26, comma 6, d.l. 179/2012 recita *"Nelle PMI costituite in forma di società a responsabilità limitata, il divieto di operazioni sulle proprie partecipazioni stabilito dall'articolo 2474 del codice civile non trova applicazione qualora l'operazione sia compiuta in attuazione di piani di incentivazione che prevedano l'assegnazione di quote di partecipazione a dipendenti, collaboratori o componenti dell'organo amministrativo, prestatori di opera e servizi anche professionali"*.

⁴⁹ Ai sensi del quale *"in nessun caso la società può acquistare o accettare in garanzia partecipazioni proprie, ovvero accordare prestiti o fornire garanzia per il loro acquisto o la loro sottoscrizione"*.

⁵⁰ In merito ai requisiti soggettivi dei destinatari del piano di incentivazione individuati dalla norma cfr. Consiglio Nazionale del Notariato, Studio n. 67/2021/I - *Il regime delle quote proprie nelle s.r.l. PMI* - Approvato dalla Commissione Studi di impresa il 18/03/2021, 2-3.

⁵¹ *"Le s.r.l. PMI possono, dunque, divenire socie di sé stesse, il che sembra confermare la tesi secondo cui il divieto di operazioni sulle proprie partecipazioni è il frutto di una scelta politica legislativa, che in quanto tale può essere soppresso o ridimensionato alla luce degli obiettivi economici di volta in volta perseguiti dal legislatore"*. Cfr. Consiglio Nazionale del Notariato, Studio n. 67/2021/I, *cit.*, 2.

⁵² Come osserva P. Benazzo, voce *Start up e P.M.I. Innovative*, *cit.*, 487 *"(...) non si accompagna il richiamo alle misure che, nella s.p.a. di diritto comune (...) sono volte a prevenire una distribuzione mascherata del capitale o indebite deviazioni del patrimonio sociale"*.

⁵³ A favore dell'applicazione analogica delle disposizioni che limitano e regolano l'acquisto di azioni proprie nelle s.p.a. disciplinate dagli artt. 2357 e ss. c.c., Consiglio Nazionale del Notariato, Studio n. 67/2021/I, *cit.*, 4; O. Cagnasso, *S.r.l. aperta*, *cit.*, 1224; Consiglio Notarile di Milano, Massima n. 179 del 27 novembre 2018, *Acquisto di quote proprie da parte di s.r.l. PMI* (art. 26, comma 6, d.l. 179/2012; art. 2474 c.c.); Comitato Interregionale dei Consigli notarili delle Tre Venezie, I.N.13, *Limiti all'acquisto di proprie partecipazioni* - 1° pubbl. 9/18, che in tali casi, ritiene applicabili per analogia i limiti posti a tutela dell'integrità del capitale sociale previsti per le s.p.a. ritenendo che *"conseguentemente, sia nel caso di acquisto di quote proprie che in quello di assistenza finanziaria al loro acquisto da parte di terzi, non si potranno utilizzare somme eccedenti gli"*



estensivamente la disciplina di queste ultime⁵⁴, in particolare con riguardo ai limiti posti a tutela dell'integrità del capitale sociale previsti per le società azionarie.

Infine, l'art. 26, comma 5, d.l. 179/2012 (*sub iv*), in espressa deroga a quanto previsto nell'art. 2468, comma 1, c.c.⁵⁵, dispone che le quote di partecipazione in PMI costituite in forma di s.r.l. possano "costituire oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari, anche attraverso i portali per la raccolta di capitali di cui all'articolo 30 del presente decreto, nei limiti previsti dalle leggi speciali"⁵⁶. Tale disposizione – da coordinarsi con in dettato normativo di cui all'art. 100-ter, comma 1, TUF, nella versione modificata dal d.lgs. 10 marzo 2023, n. 30⁵⁷ – ammette la possibilità che le quote di partecipazioni in s.r.l. PMI possano divenire oggetto di sollecitazione diretta sul mercato dei capitali.

Tali aspetti saranno trattati nel prosieguo.

4. Categorie di quote nelle s.r.l. PMI

Come poc'anzi illustrato, il d.l. 24 aprile 2017, n. 50 e il d.lgs. 3 agosto 2017, n. 129 hanno introdotto per le s.r.l. PMI la possibilità di creare categorie di quote e di offrirle al pubblico; tuttavia, la mancanza di una deroga espressa alle previsioni dell'art. 2468, comma 1, c.c., per cui le partecipazioni dei soci non possono essere rappresentate da azioni, ha suscitato, sin dall'entrata in vigore di questi provvedimenti normativi, dubbi interpretativi su come potesse conciliarsi la possibilità di creare categorie di quote (oltre che la dematerializzazione delle stesse, come si vedrà nel prosieguo) con il principio di unitarietà della partecipazione⁵⁸, inteso quest'ultimo come divieto di suddividere le partecipazioni in unità predeterminate aventi uguale dimensione e valore⁵⁹.

utili distribuibili e le riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio. Le partecipazioni acquistate dovranno essere interamente liberate. Una riserva negativa dovrà essere iscritta in bilancio ai sensi dell'art. 2357-ter, comma 4, c.c. nel caso di acquisto di proprie partecipazioni (...)". La disposizione relativa alla riserva negativa di cui all'art. 2357-ter, comma 4, c.c. è attualmente contenuta nel comma 3 del medesimo articolo.

⁵⁴ Il riferimento è ovviamente all'art. 2357, comma 1, c.c. in base al quale è previsto che l'acquisto di proprie partecipazioni debba avvenire nei limiti degli utili distribuibili e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato e che debba altresì avere per oggetto quote interamente liberate.

⁵⁵ L'art. 2468, comma 1, prevede che "Le partecipazioni dei soci non possono essere rappresentate da azioni né costituire oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari. (...)".

⁵⁶ L'art. 30 d.l. 179/2012 è rubricato "Raccolta di capitali di rischio tramite portali on line e altri interventi di sostegno per le start-up innovative". *Infra*, par. 5.

⁵⁷ L'art. 100-ter, comma 1, del TUF con formula speculare all'art. 26, comma 5, d.l. 179/2012 prevede espressamente che "In deroga a quanto previsto dall'articolo 2468, primo comma, del codice civile, le quote di partecipazione in società a responsabilità limitata possono costituire oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari, anche attraverso le piattaforme di crowdfunding, nei limiti previsti dal regolamento (UE) 2020/1503".

⁵⁸ Per una disamina sul principio di unitarietà della partecipazione e sulla natura giuridica delle quote di partecipazioni, cfr. FNC, *Quota di partecipazione in s.r.l.: natura giuridica e usucapibilità*, a cura di G. Trinchese, 15 aprile 2016, 2-4.

⁵⁹ Cfr. A. Paolini, *Commento all'art. 2468 c.c., op.cit.*, 300-303, che annota come "mentre le azioni di s.p.a, partecipazioni astrattamente predisposte, standardizzate e fungibili, rappresentano un prius rispetto alla persona del socio, da quest'ultima dipendono invece le quote di s.r.l. Manca, dunque, nelle società a responsabilità limitata, la standardizzazione delle partecipazioni, l'emissione in serie (più precisamente, manca la stessa "emissione") in quanto caratteristica tipica dei titoli destinati alla circolazione. Anche sotto il profilo lessicale si predilige l'uso dell'espressione "partecipazione" rispetto a quello del termine "quota". In relazione alla tendenziale chiusura della s.r.l., composta da soci in linea di principio interessati sia alla



Secondo il prevalente orientamento di dottrina e di prassi⁶⁰, sebbene il principio di unitarietà della partecipazione e la regola secondo cui *“le partecipazioni non possono essere rappresentate da azioni”* non siano espressamente derogate dall’art. 26, comma 2, d.l. 179/2012 – come invece si riscontra con riguardo al divieto di offrire al pubblico quote di s.r.l. di cui all’art. 2468, comma 1, c.c., espressamente derogato dall’art. 26, comma 5, d.l. 179/2012 – la disposizione ivi contenuta avrebbe di per sé natura implicitamente derogatoria del principio di unitarietà delle partecipazioni sociali delle s.r.l. sancito dal medesimo art. 2468, comma 1, c.c.⁶¹.

In senso contrario, è stato invece osservato⁶² che il codice civile reca numerose disposizioni che costituiscono applicazione del principio di unicità della partecipazione di s.r.l.: quelle previste nell’art. 2463, comma 2, c.c., secondo cui l’atto costitutivo deve indicare *“la quota di partecipazione di ciascun socio”* (da cui si evince l’uso del singolare); quelle dell’art. 2468, commi 1 e 2, c.c. secondo cui *“le partecipazioni dei soci non possono essere rappresentate da azioni né costituire oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari. Salvo quanto disposto dal terzo comma del presente articolo, i diritti sociali spettano ai soci in misura proporzionale alla partecipazione da ciascuno posseduta (...)”* (il riferimento è sempre al singolare); quelle dell’art. 2841-ter, comma 2, c.c. secondo cui *“la società può aumentare il capitale imputando ad esso le riserve e gli altri fondi iscritti in bilancio in quanto disponibili. In questo caso la quota di partecipazione di ciascun socio resta immutata”* (la quota non varia qualitativamente né quantitativamente); quelle dell’art. 2482-quater c.c. per cui *“in tutti i casi di riduzione del capitale per perdite è esclusa ogni modificazione delle quote di partecipazione e dei diritti spettanti ai soci”*. Si tratta di previsioni che parrebbero rafforzare il concetto dell’assenza di valore nominale delle partecipazioni e della loro unitarietà rispetto al singolo socio.

Le stesse indicazioni di prassi giungono alla conclusione che nelle s.r.l. PMI sia possibile suddividere le quote di partecipazione in categorie, ma non anche suddividere queste ultime in unità predeterminate e vincolanti. Conseguentemente, qualora un socio sia titolare di quote di diverse categorie, le stesse non potrebbero costituire un’unica partecipazione, ma tante partecipazioni unitarie quante sono le

vita della società (e definibili dunque soci imprenditori), sia alla composizione concreta della compagine sociale, risulta espressamente vietata l’emissione di azioni, cioè di partecipazioni standardizzate ed emesse in serie, incorporate in un titolo di credito destinato alla circolazione”.

⁶⁰ Consiglio Notarile di Milano, Massima n. 171, cit.

⁶¹ In tal senso, cfr. Consiglio Notarile di Milano, Massima n. 171, cit.

⁶² Cfr. Comitato Interregionale dei Consigli notarili delle Tre Venezie, I.N.6., *Applicazione del principio dell’unicità della partecipazione in presenza di categoria di quote - 1° pubbl. 9/18*, secondo cui *“Il divieto di suddividere le partecipazioni di s.r.l. in azioni (rectius “titoli di credito”) previsto dall’attuale art. 2468, comma 1, c.c. è stato mantenuto inalterato fino ad oggi ed è stato confermato anche dal d.l. n. 50/2017, il quale ha espressamente rimosso per le s.r.l.-PMI il solo divieto di offrire le sue quote al pubblico. Ciò vuol dire che le quote di partecipazione di s.r.l., anche se offerte al pubblico attraverso il crowdfunding, e dunque trasferibili con le semplici annotazioni da parte degli intermediari previste dalla relativa normativa, continuano ad essere concettualmente estranee ai principi circolatori dei titoli di credito. Sotto questo profilo appare quindi inesatto affermare che la normativa sul crowdfunding ha “dematerializzato” le partecipazioni di s.r.l., in quanto per dematerializzare un titolo occorre in primo luogo che un titolo esista, cioè che sia emesso dalla società un documento incorporante il diritto partecipativo con la funzione di trasferire il diritto da esso rappresentato tramite la sua consegna, girata o a mezzo transfert. Nelle s.r.l. tutto questo è ancora vietato e, anche per le partecipazioni offerte sui portali telematici, non si verifica alcuna equiparazione tra quote di partecipazione e titoli di credito”*.



diverse categorie possedute⁶³, non confondibili tra loro, né suddivisibili al loro interno in unità predeterminate o dotate di valore nominale esplicito⁶⁴.

Con riguardo alla individuazione del concetto di categoria, al fine di delineare i tratti distintivi delle quote di “categoria” rispetto alle quote ordinarie, la dottrina prevalente è concorde nel ritenere che la creazione di una o più categorie comporti un’oggettivizzazione dei diritti legati alle quote e una standardizzazione della partecipazione al capitale della società, in deroga al tendenziale principio di unitarietà della quota, coerentemente con la circostanza che la partecipazione al capitale di rischio può divenire oggetto di sollecitazione sul mercato dei capitali⁶⁵.

Tale soluzione interpretativa⁶⁶ sembra trovare piena conferma alla luce delle novità introdotte dalla legge Capitali che, come avremo modo di approfondire in seguito, legittima la standardizzazione quale presupposto necessario per la dematerializzazione delle quote di categoria⁶⁷.

Restando sul concetto di categoria, è stato inoltre osservato⁶⁸ che, mentre nella disciplina delle società per azioni lo stesso si caratterizza sia per la c.d. standardizzazione delle partecipazioni della medesima categoria (che hanno tutte la medesima misura), sia per la presenza di diritti diversi che connotano le azioni della medesima categoria, nell’ambito della disciplina delle s.r.l. è stata ritenuta ammissibile la configurazione sia di categorie di quote in senso stretto (quote standardizzate caratterizzate

⁶³ Sempre secondo il Comitato Interregionale dei Consigli notarili delle Tre Venezie, I.N.6, cit., “(...) partecipazioni unitarie che, in caso di successive cessioni o acquisti, non si modificheranno nel loro numero ma solo nella loro percentuale”. Lo stesso Orientamento ritiene che “le due disposizioni che maggiormente evidenziano come sia incompatibile con il modello s.r.l. la suddivisione delle quote di partecipazione in unità predeterminate e seriali sono quelle contenute negli articoli 2481-ter, comma 2 e 2482-quater c.c. La prima dispone che in caso di aumento di capitale gratuito “la quota di partecipazione di ciascun socio resta immutata”, cioè non varia né qualitativamente né quantitativamente, il che è possibile solo se la si individua con una frazione o con una percentuale e non con un’unità di misura. La seconda prevede che nell’ipotesi inversa, cioè nel caso di riduzione del capitale per perdite, accade la stessa cosa, cioè “è esclusa ogni modificazione delle quote di partecipazione e dei diritti spettanti ai soci”, rafforzando il concetto dell’assenza di valore nominale esplicito delle partecipazioni e della loro “unitarietà” con riferimento ad un determinato socio. Le ricadute pratiche del principio dell’unitarietà della partecipazione non sono solo “estetiche” o di forma ma sono anche e soprattutto di sostanza, in quanto consentono in numerose ipotesi la corretta applicazione delle regole giuridiche che governano il tipo s.r.l. Basti pensare al diritto di prima sottoscrizione negli aumenti di capitale (art. 2481-bis, comma 1, c.c.), che deve essere riconosciuto ad ogni socio “in proporzione alla propria quota di partecipazione”, dunque senza arrotondamenti.”

⁶⁴ In termini, Comitato Interregionale dei Consigli notarili delle Tre Venezie, I.N.6, cit.

⁶⁵ Cfr. P. Benazzo, voce *Start up e P.M.I. Innovative*, cit., 2017, 485 secondo il quale “l’interpretazione, ormai prevalente, è nel senso che la norma consenta non solo la possibilità di passare, nella s.r.l. start-up, dai diritti particolari del socio ai diritti particolari della quota, ma di arrivare anche a legittimare un processo di oggettivizzazione e di standardizzazione assolute della partecipazione sociale, sulla falsariga di quanto avviene per le partecipazioni azionarie e, in questo modo, il riconoscimento di un principio di (intrinseca) uguaglianza, sia pure (solo) relativa (e non già assoluta) delle stesse. Un approccio peraltro coerente, quanto necessitato, rispetto alla sollecitazione all’investimento e alla raccolta di finanziamenti tra il pubblico anche con riguardo alle quote di capitale di rischio”.

⁶⁶ Come osservato, prima ancora dell’emanazione della Legge Capitali, da O. Cagnasso, *S.r.l. aperta*, cit., 1228-1229, “Le categorie di quote appaiono assai simili alle azioni. Il divieto di emettere titoli azionari viene interpretato, in primo luogo, nel senso di rendere inammissibile la previsione di partecipazioni standardizzate scomposte in unità omogenee. Oramai questo divieto non vale più per le s.r.l. PMI. Occorre aggiungere che è possibile (...) per queste ultime una circolazione dematerializzata delle partecipazioni in qualche modo simile, sia pure con notevoli differenze, alla gestione accentrata di strumenti finanziari. La differenza tra quote e azioni si riduce a questo punto al divieto di cartolarizzazione”.

⁶⁷ Cfr. Consiglio Nazionale del Notariato, Studio n. 42/2024/I, *La dematerializzazione delle partecipazioni di società a responsabilità limitata* (art. 3, L. 21/2024), di M. Cian, Approvato dalla commissione Studio di impresa il 22 marzo 2024, 3.

⁶⁸ Cfr. Consiglio Notarile di Milano, Massima n. 171, cit.



dall'uguaglianza della misura delle quote e dei diritti che esse attribuiscono), sia di quote non standardizzate (connotate solo dalla uguaglianza dei diritti diversi che esse attribuiscono ai titolari)⁶⁹.

Per quanto attiene alla facoltà di suddividere il capitale sociale in quote "individuali" o in "categorie di quote", infine, si è ritenuta ammissibile⁷⁰ una categorizzazione parziale del capitale sociale, non riscontrandosi alcuna limitazione normativa in tal senso, né la coesistenza di quote individuali e di categorie di quote sembrerebbe dar luogo a conflitti o incompatibilità tra le une e le altre.

5. Circolazione delle quote di partecipazione attraverso i portali per la raccolta di capitali

Come accennato, in espressa deroga alle previsioni di cui all'art. 2468, comma 1, c.c. in cui è disposto che le partecipazioni dei soci di s.r.l. "non possono costituire oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari", l'art. 26, comma 5, d.l. 179/2012, dispone che: "le quote di partecipazione in PMI costituite in forma di società a responsabilità limitata possono costituire oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari, anche attraverso i portali per la raccolta di capitali di cui all'articolo 30 del presente decreto, nei limiti previsti dalle leggi speciali"⁷¹. L'art. 30 d.l. 179/2012 aveva dapprima inserito nell'art. 1, TUF, il comma 5-novies recante la definizione di "portale per la raccolta di capitali", intendendosi per tale "una piattaforma online che abbia come finalità esclusiva la facilitazione della raccolta di capitale di rischio da parte delle start-up innovative, comprese le start-up a vocazione sociale"; successivamente, la possibilità di raccogliere capitali di rischio anche tramite portali di *crowdfunding* è stata estesa alle PMI innovative e infine, a tutte le PMI, agli organismi di investimento collettivo del risparmio o altre società che investono in PMI.

A tal riguardo, è doveroso evidenziare come l'attuale formulazione dell'art. 1, comma 5-novies, TUF, introdotta dall'art. 30 d.l. 179/2012 non definisca più l'ambito soggettivo di applicazione della raccolta

⁶⁹ In ordine il Consiglio Notarile di Milano, Massima n. 171, *cit.*, ritiene che "Nel primo caso, lo statuto deve determinare non solo i diritti spettanti alle quote di ciascuna categoria, bensì anche la loro misura e il loro numero. Nel secondo caso, invece, al pari di quanto avviene di norma nelle s.r.l., il numero e la misura delle quote di categoria non costituiscono oggetto di determinazione ad opera dello statuto, bensì sono rimesse alle vicende circolatorie poste in essere tra i soci, nel rispetto degli eventuali limiti statutari in tema di trasferimento e di divisione delle quote sociali".

⁷⁰ In tal senso Consiglio Notarile di Milano, Massima n. 171, *cit.*, secondo cui "La facoltà di suddividere il capitale sociale in quote "individuali" o in "categorie di quote" non rappresenta necessariamente una scelta riferita all'intero capitale sociale, che può invero essere suddiviso al tempo stesso sia in quote individuali che in categorie di quote. Nessuna esigenza logica impedisce la coesistenza delle due tecniche di configurazione delle partecipazioni sociali, né v'è traccia nella legge di alcun elemento che deponga in tal senso"; si veda anche Consiglio Notarile dei Distretti riuniti di Firenze, Pistoia e Prato, Massima n. 38, "Start up innovativa e costituzione (38/2014)" secondo cui "L'assenza di qualsiasi divieto testuale induce ad ammettere la legittima coesistenza nella s.r.l. start up innovativa di quote di valore minimo standardizzato (per esempio: quote del valore unitario di Euro ...) e di quote ragguagliate alla persona del titolare, a differenza di quanto previsto nella disciplina della s.p.a. (art. 2348, comma 1, c.c.)".

⁷¹ Per quel che concerne i portali di raccolta di capitali ex art. 30 d.l. 179/2012, trattasi del c.d. *crowdfunding*, intendendosi con tale termine l'utilizzo di piattaforme digitali al fine di reperire capitale a titoli di rischio (*equity crowdfunding*) o a titolo di debito (*debt crowdfunding*) da parte delle imprese.



di capitali tramite portali *online*, ma contenga esclusivamente la definizione di “servizi di *crowdfunding*”⁷², per tali intendendosi i servizi indicati all’art. 2, paragrafo 1, lett. a), del regolamento (UE) 2020/1503 quali “*l’abbinamento tra gli interessi a finanziare attività economiche di investitori e titolari di progetti tramite l’utilizzo di una piattaforma di crowdfunding*” che consistono in una delle seguenti attività:

- i) “*intermediazione nella concessione di prestiti*” (il c.d. *lending-based crowdfunding*)
- ii) “*collocamento senza impegno irrevocabile, di cui all’allegato I, sezione A, punto 7), della direttiva 2014/65/UE, di valori mobiliari e strumenti ammessi a fini di crowdfunding emessi da titolari di progetti o società veicolo, e ricezione e trasmissione degli ordini di clienti, di cui al punto 1 di detta sezione, relativamente a tali valori mobiliari e strumenti ammessi a fini di crowdfunding*” (il c.d. *investment-based crowdfunding*).

La previsione contenuta nell’art. 26, comma 5, d.l. 179/2012 è completata dalle disposizioni di cui all’art. 100-ter, comma 1, TUF⁷³ il quale, con formula speculare all’art. 26, comma 5, d.l. 179/2012 prevede testualmente⁷⁴ che “*in deroga a quanto previsto dall’articolo 2468, primo comma, del codice civile, le quote di partecipazione in società a responsabilità limitata possono costituire oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari, anche attraverso le piattaforme di crowdfunding*”⁷⁵, nei limiti previsti dal regolamento (UE) 2020/1503⁷⁶. Può pertanto desumersi che la disciplina derogatoria concernente il divieto di incorporazione della quota di s.r.l. in titoli destinati alla circolazione è prevista al fine di favorire il ricorso al pubblico risparmio⁷⁷.

⁷² L’art. 1, comma 5-novies, TUF modificato dall’art. 1, d.lgs. 10 marzo 2023, n. 30, recita “*Per “servizi di crowdfunding” si intendono i servizi indicati all’articolo 2, paragrafo 1, lettera a), del regolamento (UE) 2020/1503*”.

⁷³ In materia di raccolta di capitali di rischio tramite portali *on-line*, il d.lgs. 3 agosto 2017, n. 129 recante “*Attuazione della direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014, relativa ai mercati degli strumenti finanziari e che modifica la direttiva 2002/92/CE e la direttiva 2011/61/UE, così, come modificata dalla direttiva 2016/1034/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 23 giugno 2016, e di adeguamento della normativa nazionale alle disposizioni del regolamento (UE) n. 600/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014, sui mercati degli strumenti finanziari e che modifica il regolamento (UE) n. 648/2012, così come modificato dal regolamento (UE) 2016/1033 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 23 giugno 2016*” pubbl. in G.U. n. 198 del 25 agosto 2017, aveva apportato alcune modifiche alle disposizioni contenute nel d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (TUF). In dettaglio, l’art. 4, comma 3, lett. c) d.lgs. 129/2017 introduceva all’art. 100-ter TUF, i commi 1-bis e 2-bis contenenti la disciplina relativa all’offerta al pubblico delle quote di PMI che fossero s.r.l. In seguito a successive modifiche le suddette disposizioni sono poi state inserite negli attuali commi 1 e 2 dell’art. 100-ter, TUF.

⁷⁴ L’art. 100-ter, comma 1, del TUF è stato così modificato dall’art. 1, d.lgs. 10 marzo 2023, n. 30 recante “*Attuazione del regolamento (UE) 2020/1503, relativo ai fornitori europei di servizi di crowdfunding per le imprese, e che modifica il regolamento (UE) 2017/1129 e la direttiva (UE) 2019/1937*, in G.U. n. 71 del 24 marzo 2023.

⁷⁵ La possibilità che le quote di partecipazioni in s.r.l. PMI possano divenire oggetto di sollecitazione diretta sul mercato dei capitali, non necessariamente per il tramite di portali per la raccolta di capitali ma “*anche*” e dunque non solo in forma tradizionale, si evince, in primo luogo, dal tenore letterale della congiunzione “*anche*” di cui all’art. 26, comma 5, e, in secondo luogo, dalla lettura dell’art. 100-ter, comma 1, del d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, così come sostituito dal d.lgs. 10 marzo 2023, n. 30.

⁷⁶ Cfr. Regolamento (UE) 2020/1503 del parlamento europeo e del consiglio del 7 ottobre 2020 “*relativo ai fornitori europei di servizi di crowdfunding per le imprese, e che modifica il regolamento (UE) 2017/1129 e la direttiva (UE) 2019/1937*”.

⁷⁷ Con riguardo alla previsione di cui all’art. 2468, comma 1, c.c. cfr. G.F. Campobasso, Diritto Commerciale 2 - Diritto delle Società, Milano, 2022, 561-562, secondo il quale “*le quote di partecipazione dei soci non possono essere rappresentate da azioni (art. 2468, comma 1, c.c.). Non possono cioè essere rappresentate da documenti destinati a circolare nelle più agili forme dei titoli di credito. Tale divieto, conseguenza del criterio personalistico con cui è attuata la divisione in parti del capitale*



L'attuale formulazione dell'art. 100-ter, comma 2, TUF, a seguito della novellazione effettuata dalla legge Capitali⁷⁸, disciplina il regime di sottoscrizione e trasferimento delle quote di partecipazione delle PMI costituite nella forma di s.r.l. di cui si può fruire "in alternativa" rispetto gli ordinari procedimenti previsti sia dall'art. 2470, comma 2, c.c., sia dall' articolo 36, comma 1-bis, d.l. 25 giugno 2008, n. 112, convertito, con modificazioni, dalla legge 6 agosto 2008, n. 133⁷⁹.

Più dettagliatamente, il regime alternativo prevede che:

- a) la sottoscrizione può essere effettuata per il tramite di intermediari abilitati ad effettuare servizi di investimento⁸⁰; questi ultimi sottoscrivono le partecipazioni in nome proprio e per conto dei sottoscrittori o degli acquirenti che abbiano aderito all'offerta di *crowdfunding*;
- b) gli intermediari abilitati, entro i trenta giorni successivi alla chiusura dell'offerta, depositano presso il registro delle imprese una certificazione attestante la loro titolarità di soci per conto di terzi, sopportandone il relativo costo.

L'adesione all'offerta di *crowdfunding*, secondo quanto previsto dalle condizioni di adesione pubblicate nella piattaforma di *crowdfunding*, in caso di buon fine della stessa e qualora l'investitore decida di avvalersi del regime alternativo, comporta il contestuale e obbligatorio conferimento di mandato agli intermediari incaricati, affinché i medesimi pongano in atto una serie di adempimenti. Gli intermediari devono dunque:

- 1) effettuare l'intestazione delle quote in nome proprio e per conto dei sottoscrittori, dando adeguata evidenza dell'identità degli stessi e delle quote possedute;
- 2) rilasciare, a richiesta del sottoscrittore o del successivo acquirente, una certificazione comprovante la titolarità delle quote; tale certificazione ha natura di puro titolo di legittimazione per l'esercizio dei diritti sociali, è nominativamente riferita al sottoscrittore, non è trasferibile,

sociale, costituisce un significativo ostacolo alla raccolta di ingenti capitali di rischio fra il pubblico dei risparmiatori, rendendo meno agevole la pronta mobilitazione dell'investimento".

⁷⁸ Al fine di delimitare l'ambito applicativo, l'art. 3 della legge 5 marzo 2024, n. 21 (c.d. "legge Capitali") ha inserito all'art. 100-ter, comma 2, TUF "dopo le parole: «dalla legge 6 agosto 2008, n. 133,» (...) le seguenti «nonché, limitatamente alle quote rappresentative del capitale di piccole e medie imprese, dall'articolo 26, comma 2-bis, del decreto-legge 18 ottobre 2012, n. 179, convertito, con modificazioni, dalla legge 17 dicembre 2012, n. 221»".

⁷⁹ Sulla finalità del sistema alternativo, cfr. P. Benazzo, voce *Start up e P.M.I. Innovative*, cit., 484 secondo il quale "Sull'assunto che la disciplina ordinaria di cui all'art. 2470 c.c. (atto di trasferimento, con sottoscrizione autentica, da depositarsi al registro delle imprese a cura del notaio autenticante) ovvero di quella prevista dall'art. 36, co.1 bis, d.l. n. 112/2008, convertito dalla legge 6 agosto 2008, n. 133 e s.m.i. (atto sottoscritto con firma digitale e con deposito nel registro a cura dell'intermediario abilitato) possa non essere efficace ed efficiente rispetto all'esigenza di creare un mercato secondario più liquido e fluido per le partecipazioni acquisite mediante operazioni di crowd funding, il d.l. n. 3 2015, con l'art. 4, 10° co., ha istituito un regime alternativo, quanto facoltativo, per le quote rappresentative del capitale di start-up innovative e PMI innovative costituite in forma non azionaria".

⁸⁰ L'art. 100-ter, comma 2, lett. a), TUF, prevede che "a) la sottoscrizione può essere effettuata per il tramite di intermediari abilitati alla prestazione di uno o più dei servizi di investimento previsti dall'articolo 1, comma 5, lettere a), b), c), c-bis), ed e); gli intermediari abilitati effettuano la sottoscrizione delle quote in nome proprio e per conto dei sottoscrittori o degli acquirenti che abbiano aderito all'offerta di *crowdfunding*". L'art. 1, comma 5, TUF prevede che "Per "servizi e attività di investimento" si intendono i seguenti, quando hanno per oggetto strumenti finanziari: a) negoziazione per conto proprio; b) esecuzione di ordini per conto dei clienti; c) assunzione a fermo e/o collocamento sulla base di un impegno irrevocabile nei confronti dell'emittente; c-bis) collocamento senza impegno irrevocabile nei confronti dell'emittente; (.....) e) ricezione e trasmissione di ordini".



neppure in via temporanea né a qualsiasi titolo, a terzi e non costituisce valido strumento per il trasferimento della proprietà delle quote⁸¹;

- 3) consentire ai sottoscrittori che ne facciano richiesta di alienare le quote secondo quanto previsto dall'art. 100-ter, comma 2, lett. c), TUF, ai sensi del quale *“l'alienazione delle quote da parte di un sottoscrittore o del successivo acquirente avviene mediante semplice annotazione del trasferimento nei registri tenuti dall'intermediario”*;
- 4) accordare ai sottoscrittori e ai successivi acquirenti la facoltà di richiedere, in ogni momento, l'intestazione diretta a sé stessi delle quote di loro pertinenza.

È inoltre disposto⁸² che la scritturazione e il trasferimento delle quote mediante il regime sopra illustrato non comportano costi o oneri né per l'acquirente né per l'alienante e che la successiva certificazione effettuata dall'intermediario, ai fini dell'esercizio dei diritti sociali, sostituisce ed esaurisce le formalità di cui all'art. 2470, comma 2, c.c.⁸³.

Secondo quanto previsto dall'art. 100-ter, comma 4, TUF, il suddetto regime alternativo di trasferimento delle quote deve essere chiaramente indicato nella piattaforma di *crowdfunding*, ove sono altresì predisposte apposite idonee modalità per consentire all'investitore di esercitare l'opzione oppure indicare l'intenzione di applicare il regime ordinario di cui all'art. 2470, comma 2, c.c. e all'art. 36, comma 1-bis, del decreto-legge 25 giugno 2008, n. 112, convertito, con modificazioni, dalla legge 6 agosto 2008, n. 133.

È poi previsto, nel successivo comma 5, che l'esecuzione di sottoscrizioni, acquisti e alienazioni di strumenti finanziari emessi da società a responsabilità limitata ovvero di quote rappresentative del capitale delle medesime, effettuati secondo le modalità sopra illustrate, non necessita della stipulazione di un contratto scritto⁸⁴. Sono infine richiesti ulteriori adempimenti informativi concernenti l'indicazione, nel portale dell'offerta dei corrispettivi, delle spese o degli oneri gravanti sul sottoscrittore, acquirente o alienante, con separata e chiara evidenziazione delle condizioni praticate da ciascuno degli intermediari coinvolti. La medesima informativa deve essere indicata anche in

⁸¹ Tale diversa modalità di accertamento della legittimazione all'esercizio dei diritti sociali e, più in generale, della titolarità delle quote, non è più fondata esclusivamente sulle risultanze del registro delle imprese bensì sulla base della suddetta certificazione. Così Consiglio Nazionale del Notariato, Studio n. 101-2018/I, cit., 17 secondo il quale *“Ne deriva che l'evidenza del registro delle imprese rappresenta solo un indice di legittimazione indiretta all'esercizio dei diritti sociali, ex art. 2470, c.c., nel senso che il socio/titolare effettivo non risulta iscritto, ma la sua legittimazione dipende dalla concorrenza di due elementi: - l'iscrizione nel registro delle imprese dell'intermediario; - la consegna (esibizione) della certificazione rilasciata dall'intermediario. La carenza di uno dei due elementi non legittima all'esercizio dei diritti sociali il singolo socio”*.

⁸² Cfr. art. 100-ter, comma 3, TUF.

⁸³ Consiglio Nazionale del Notariato, Studio n. 101-2018/I, cit., 16, evidenzia come già con riferimento alla disciplina introdotta per le start-up e PMI innovative ci si era interrogati sulla possibilità che l'annotazione della vicenda circolatoria nei registri dell'intermediario, sostituendo il deposito presso il registro delle imprese, fosse idonea a generare l'effetto protettivo dell'acquirente di buona fede previsto dall'art. 2470, comma 3, c.c.

⁸⁴ Si annota come la previsione contenga una deroga alla disciplina di cui all'art. 2470, c.c. e all'art. 36, d.l. 112/2008 che prevedono per il contratto di trasferimento, rispettivamente, la forma di scrittura privata autenticata da depositare e iscrivere nel registro delle imprese entro trenta giorni dalla sottoscrizione a cura del notaio autenticante e la sottoscrizione con firma digitale da depositare entro trenta giorni nel registro delle imprese, a cura di un intermediario abilitato ai sensi dell'articolo 31, comma 2-quater, della legge 24 novembre 2000, n. 340.



apposita sezione del sito internet di ciascun intermediario; in difetto, la norma precisa che nulla è dovuto agli intermediari⁸⁵.

Il procedimento alternativo di trasferimento delle partecipazioni trova precedente nella gestione accentrata di strumenti finanziari propria del modello azionario con taluni adattamenti alle procedure, anche pubblicitarie, già previste per la circolazione delle quote di s.r.l.⁸⁶. Tuttavia, circa l'assimilazione del suddetto regime al sistema di gestione accentrata degli strumenti finanziari dematerializzati ai sensi degli artt. 83 e ss., TUF è stato rilevato che sebbene si tratti di un sistema di circolazione fondato sulla dematerializzazione delle partecipazioni oggetto di sottoscrizione e successivi trasferimenti sulla base di annotazioni presso i registri tenuti dall'intermediario, tale sistema "alternativo" si differenzia dalla gestione accentrata essendo lo stesso assimilabile invece a una sorta di intestazione fiduciaria, in forza di un mandato⁸⁷ (senza rappresentanza) conferito dal sottoscrittore all'intermediario abilitato da cui potrebbero, tra l'altro, derivare rilevanti responsabilità in capo allo stesso⁸⁸.

6. Dematerializzazione delle quote di partecipazione in s.r.l. PMI

La legge Capitali ha introdotto la possibilità di dematerializzazione (c.d. "forte") delle quote di s.r.l. che rientrano nella categoria delle PMI, attraverso l'accesso al regime di gestione accentrata previsto dall'art. 83-*bis* e ss., TUF.

Il regime di dematerializzazione "forte" si affianca ai sistemi di circolazione preesistenti quali il sistema di circolazione ordinario disciplinato dall'art. 2470 c.c. ovvero il regime di cui all'art. 36, comma 1-*bis*, d.l. 25 giugno 2008, n. 112 nonché il regime di circolazione intermediata delle partecipazioni dematerializzate (c.d. dematerializzazione "impropria") introdotto per le s.r.l. PMI che ricorrono alla sollecitazione del risparmio presso il pubblico tramite piattaforme di *equity crowdfunding*, ex art. 100-*ter*, TUF⁸⁹. Tuttavia, giova osservare che non è espressamente disposto che tale regime sia applicabile

⁸⁵ Cfr. art. 100-*ter*, comma 5, TUF.

⁸⁶ Sul punto v. P. Benazzo, voce *Start up e P.M.I. Innovative*, cit., 484-485 secondo il quale "Non vi è dubbio che, nella volontà di mimare il sistema di gestione accentrata e dematerializzata proprio del modello azionario, l'adattamento alle prescrizioni, in tema di procedure e iscrizione pubblicitarie proprie della s.r.l., non appare pienamente riuscito: è ciò che, ad esempio, si deve rilevare con riguardo all'annotazione della vicenda circolatoria delle quote nei registri dell'intermediario che, verosimilmente, dovrebbe godere del medesimo regime di circolazione protetta sancito negli artt. 83 *quinquies* ss., t.u.f., e dunque sostituire il deposito presso il registro delle imprese, ancorché non si possa fare a meno di notare come l'effetto protettivo del terzo acquirente in buona fede previsto dall'art. 2470, 3° co., c.c., sia fondato su un meccanismo di accessibilità da parte dei terzi che non ricorre nel caso delle annotazioni nei registri dell'intermediario".

⁸⁷ In tal senso cfr. O. Cagnasso, *S.r.l. aperta*, cit., 1219 e Consiglio Nazionale del Notariato, Studio n. 101-2018/I, cit., 16, secondo il quale "Il tutto, dunque, si fonda sul mandato per l'acquisto, la sottoscrizione e la successiva alienazione, conferito all'intermediario, che dovrà adoperarsi con la diligenza richiesta dalla legge e, in particolare, con applicabilità della disciplina codicistica di cui agli artt. 1703 e ss."

⁸⁸ Cfr. Consiglio Nazionale del Notariato, Studio n. 101-2018/I, cit., 17.

⁸⁹ *Supra*, par. 5. Sul regime di dematerializzazione forte delle quote di s.r.l. PMI "quale ulteriore sistema di circolazione" cfr. A. Busani "Titoli dematerializzati trasferibili senza scrittura privata autenticata", in *il Sole 24 ore* del 28 marzo 2024, Norme e Tributi - Focus Legge Capitali per Pmi e società: le misure più importanti, 6.



in deroga o in alternativa al regime ordinario come invece previsto per la circolazione intermediata di cui all'art. 100-ter, TUF precedentemente esaminato⁹⁰.

Più dettagliatamente, l'art. 3 della legge 5 marzo 2024 n. 21 modifica l'art. 26 d.l. 179/ 2012 introducendo specifici commi (2-bis, 2-ter e 2-quater) e disciplinando la “Dematerializzazione delle quote di piccole e medie imprese”.

Più nello specifico, con l'introduzione del nuovo comma 2-bis, viene disposto che le quote delle s.r.l. PMI che abbiano eguale valore e che attribuiscono eguali diritti “*possono esistere in forma scritturale*” ai sensi di quanto previsto dall'art. 83-bis, TUF in materia di gestione accentrata in regime di dematerializzazione.

L'accesso al sistema di gestione accentrata è dunque consentito esclusivamente alle s.r.l. qualificabili come PMI, dal momento che sono le sole legittimate all'emissione di quote di categoria.

Ne consegue che, ai sensi di quanto previsto dal summenzionato comma 2-bis, la dematerializzazione ha ad oggetto esclusivamente quote “*aventi eguale valore e conferenti eguali diritti*” (quote standardizzate)⁹¹.

È inoltre espressamente previsto – nel successivo comma 2-ter – che alle quote emesse in forma scritturale⁹² si applichi la disciplina di cui alla sezione I del capo IV, titolo II-bis, parte terza del TUF prevista per la gestione accentrata in regime di dematerializzazione (artt. 83-bis ss. del TUF).

⁹⁰ Secondo il Consiglio Nazionale del Notariato, Studio n. 42/2024/1, cit., 5, “Ciò non toglie che l'assoggettamento integrale al regime di dematerializzazione (nuovo co. 2-ter) valga a sottrarre parimenti le quote scritturali all'area di operatività delle regole codicistiche. A tacer d'altro, le finalità perseguite con la riforma ne risulterebbero altrimenti del tutto compromesse”; lo stesso osserva che la possibilità di dematerializzare le quote deve essere prevista nell'atto costitutivo “in analogia a quanto è disposto dall'art. 2346 c.c. per le azioni di s.p.a. (naturalmente, per quelle la cui dematerializzazione non sia obbligatoria ex art. 83-bis t.u.f.)”.

⁹¹ In senso conforme alla standardizzazione delle quote, Consiglio Nazionale del Notariato, Studio n. 42/2024/1, cit., 3, secondo cui “(...) il nuovo co. 2-bis sdogana definitivamente una formula partecipativa la cui legittimità l'antecedente co. 2 lasciava viceversa in dubbio. E' noto infatti che, muovendo dal principio di unitarietà della quota di s.r.l., (.....) veniva negata, almeno secondo un certo orientamento, la possibilità, per la PMI, di frazionare la categoria in quote standardizzate, aventi cioè, oltre che diritti qualitativamente omogenei, eguale dimensione e valore, e come tali destinate a rimanere tra loro distinte anche in capo ad un medesimo titolare. Quale che fosse la soluzione interpretativa preferibile in passato, la recente novella fuga il dubbio: la standardizzazione nelle s.r.l. PMI è legittima. La standardizzazione è inoltre presupposto necessario per la dematerializzabilità. Se si ammette che la società possa anche emettere quote speciali non standardizzate, che cioè l'atto costitutivo possa limitarsi a indicare l'entità complessiva del capitale rappresentato dalle partecipazioni di categoria, senza predefinire di queste il numero, un valore nominale unitario e per tutte invariabilmente identico, di queste partecipazioni non è possibile l'immissione nei sistemi di gestione accentrata”; sul punto si veda anche A. Busani, “Dematerializzazione con gestione accentrata possibile pure per le Pmi”, in il Sole 24 ore del 28 marzo 2024, Norme e Tributi - Focus Legge Capitali per Pmi e società: le misure più importanti, 5.

⁹² Per la definizione di quota scritturale cfr. A. Busani, “Anche le Srl-Pmi potranno dematerializzare le quote”, cit., 29: “Per quota scritturale si intende la quota di Srl dematerializzata, inserita in un sistema di gestione accentrata. L'aggettivo «scritturale» è stato originariamente usato per distinguere le azioni di Spa cartacee da quelle dematerializzate. Dato che le quote di Srl sono invece in ogni caso entità ideali, l'attribuzione a esse del carattere scritturale vale a distinguere quelle emesse in via ordinaria (la cui entità dipende dal socio cui appartengono) da quelle emesse in un sistema di dematerializzazione, il che presuppone la loro standardizzazione come quote di egual valore nominale, attributarie di identici diritti a coloro che ne siano titolari”.



Le quote immesse nel sistema di gestione accentrata saranno pertanto assoggettate al trattamento giuridico previsto per gli strumenti finanziari dematerializzati con riguardo al relativo regime di circolazione nonché alla legittimazione all'esercizio dei diritti sociali⁹³.

Pertanto, le quote potranno esistere sotto forma di semplici registrazioni contabili – senza la necessità di emettere fisicamente titoli cartacei – dal momento che saranno rappresentate da semplici dati registrati, facilitando, in tal modo, il processo di gestione e trasferimento delle stesse⁹⁴.

La circolazione dei titoli dematerializzati avviene, dunque, secondo la procedura prescritta dall'art. 83-*quater*, TUF, tramite intermediario e si realizza mediante una “operazione di giro”⁹⁵.

In particolare, nell'art. 83-*quater*, comma 2, TUF si prevede che, a nome e su richiesta degli intermediari, i depositari centrali⁹⁶ accendono per ogni intermediario conti destinati a registrare i movimenti degli strumenti finanziari disposti tramite lo stesso.

L'intermediario incaricato registra per ogni titolare di conto gli strumenti finanziari di sua pertinenza nonché il trasferimento disposto dal titolare o a carico del medesimo, in conti distinti e separati, sia tra loro, sia rispetto agli eventuali conti di pertinenza dell'intermediario stesso⁹⁷.

Effettuata la registrazione, il titolare del conto acquisisce la legittimazione “*piena ed esclusiva*” all'esercizio dei diritti sociali relativi agli strumenti finanziari in esso registrati ai sensi dell'art. 83-*quinquies*, comma 1, TUF⁹⁸; la stessa è attestata tramite l'esibizione di certificazioni o comunicazioni all'emittente rilasciate o effettuate dagli intermediari in conformità alle proprie scritture contabili, in favore del soggetto cui spetta il diritto⁹⁹.

⁹³ Cfr. Consiglio Nazionale del Notariato, Studio n. 42/2024/I, cit., 5.

⁹⁴ La dematerializzazione rappresenta uno strumento di semplificazione e di riduzione di costi e oneri come chiarito nei lavori preparatori dei progetti di legge - Atto Camera 1515 - S.674 secondo cui “L'articolo 3 permette la dematerializzazione delle quote di PMI costituite in forma di società a responsabilità limitata e reca misure per disciplinarla. Specifica che si prevede così di semplificare le procedure nonché di ridurre i costi e gli oneri amministrativi legati all'emissione e al trasferimento delle quote in oggetto, in funzione di sviluppo del mercato dei capitali”.

⁹⁵ Come si evince dall'art. 83-*quater* TUF e come nota A. Busani, “Contratti di trasferimento senza deposito e iscrizione nel Registro imprese”, in *Il Sole 24 ore* del 25 marzo 2024, Norme e tributi, 29: “La circolazione dei titoli dematerializzati avviene mediante una “operazione di giro” vale a dire una contemporanea e simmetrica scritturazione da effettuarsi: in addebito, presso l'intermediario ove il venditore ha istituito il dossier nel quale sono contabilizzate le quote di Srl da cedere; e: in accredito, presso l'intermediario ove l'acquirente ha istituito il dossier nel quale le quote di Srl oggetto di acquisto devono essere registrate. Questa operazione, che, a cura degli intermediari, viene segnalata al gestore centrale, permette (...) al titolare del dossier accreditato di conseguire piena legittimazione all'esercizio dei diritti sociali (ad esempio, il diritto di intervento in assemblea) e all'esercizio del diritto di cedere, a sua volta, la quota di partecipazione al capitale della Srl-Pmi di sua proprietà”. In tal senso, anche Consiglio Nazionale del Notariato, Studio 42/2024/I, cit., 5.

⁹⁶ Il Monte Titoli spa, ora *Euronext Securities Milan*, assume la funzione di depositario degli strumenti finanziari dematerializzati.

⁹⁷ Cfr. art. 83-*quater*, comma 3, TUF.

⁹⁸ L'art. 83-*quinquies*, comma 1, TUF prevede infatti che “Effettuata la registrazione, il titolare del conto indicato nell'articolo 83-*quater*, comma 3, ha la legittimazione piena ed esclusiva all'esercizio dei diritti relativi agli strumenti finanziari in esso registrati, secondo la disciplina propria di ciascuno di essi e le norme del presente titolo. Il titolare può disporre degli strumenti finanziari registrati nel conto in conformità con quanto previsto dalle norme vigenti in materia”.

⁹⁹ Ai sensi dell'art. 83-*quinquies*, comma 3, TUF.



Nel nuovo regime di circolazione della quota dematerializzata, degna di nota è la previsione recata dall'art. 3, comma 1, della legge Capitali che ha reintrodotto, al comma 2-*quater* dell'art. 26 d.l. 179/2012, l'obbligo di tenuta del libro dei soci per le s.r.l. PMI che intendono avvalersi di tale regime¹⁰⁰.

In particolare, il nuovo art. 26, comma 2-*quater*, d.l. 179/2012 stabilisce altresì alcuni obblighi sulla tenuta e aggiornamento del libro dei soci prevedendo che:

- 1) per le quote emesse in forma scritturale, la società emittente è tenuta ad aggiornare il libro dei soci entro trenta giorni dal ricevimento delle comunicazioni dell'intermediario presso il quale è avvenuta l'operazione di giro-quote, in conformità a quanto previsto per le azioni dall'art. 83-*undecies*, primo comma, TUF;
- 2) per le quote di partecipazione emesse in forma diversa da quella scritturale, devono essere indicati nel libro dei soci, distintamente per ogni categoria i) il nome dei soci; ii) la partecipazione di spettanza di ciascuno; iii) i versamenti fatti sulle partecipazioni nonché iv) le variazioni nelle persone dei soci.

L'ultimo periodo del menzionato comma 2-*quater* stabilisce, in modo significativo, che le risultanze del libro soci siano messe a disposizione dei soci, a loro richiesta, *“anche su supporto informatico in un formato comunemente utilizzato”*.

Si discute sul significato da attribuire alla reintroduzione del libro dei soci per le società in questione. Dal tenore letterale delle disposizioni si desume che l'obbligo di tenuta del libro dei soci e di annotazione delle informazioni richieste sia previsto anche per le quote emesse in forma diversa da quella scritturale e non solo per quelle dematerializzate¹⁰¹.

Tuttavia, la funzione attribuibile al libro soci risulta essenzialmente informativa, come sembra desumersi dall'ultima parte della disposizione in cui si consente ai soci di prendere visione delle risultanze del libro; dalla consultazione del libro soci è infatti possibile ottenere informazioni aggiornate sull'effettiva composizione della compagine sociale. L'iscrizione al libro soci non avrebbe pertanto alcuna implicazione né sul regime ordinario di circolazione delle quote non dematerializzate disciplinato dal codice civile ed effettuato mediante iscrizione al registro delle imprese¹⁰² né

¹⁰⁰ Si rammenta che l'art. 16, commi 12-*quater* e ss., d.l. 29 novembre 2008, n. 185, recante *“Misure urgenti per il sostegno a famiglie, lavoro, occupazione e impresa e per ridisegnare in funzione anti-crisi il quadro strategico nazionale”* convertito con modificazioni dalla legge 28 gennaio 2009, n. 2 (in S.O. n. 14, relativo alla G.U. n. 22 del 28 gennaio 2009,) aveva abolito, per le s.r.l., l'obbligo di tenuta del libro soci (con effetto dal 30 marzo 2009). Sulla reintroduzione del Libro soci, cfr. A. Busani, *“Torna il libro soci per le Srl-Pmi”*, in *Il Sole 24 ore* del 28 marzo 2024, Norme e Tributi - Focus Legge Capitali per Pmi e società: le misure più importanti, 6 secondo il quale: *“Dato che il sistema di dematerializzazione si basa su scritturazioni contabili che si effettuano presso gli intermediari (in particolare le banche) ove sono istituiti i dossier nei quali i clienti iscrivono le quote di partecipazioni al capitale di Srl di loro proprietà, la legge 21/2024 ha disposto la reintroduzione del libro soci nelle Srl-Pmi che intendono avvalersi del regime di dematerializzazione, dato che il trasferimento delle quote scritturali non viene più iscritto nel Registro delle imprese. In questo nuovo libro soci le società emittenti devono registrare, entro 30 giorni, il trasferimento delle quote che sia loro comunicato dall'intermediario presso il quale è avvenuta l'operazione di giro-quote”*.

¹⁰¹ Cfr. A. Busani *“Torna il libro soci per le Srl-Pmi, cit., 6.*

¹⁰² In tal senso, Consiglio Nazionale del Notariato, Studio n. 42/2024/1, *cit., 6* e A. Busani *“Torna il libro soci per le Srl-Pmi”, cit., 6*, secondo il quale *“è da ritenere che l'istituzione del libro soci, la cui esistenza è strumentale all'operazione di dematerializzazione, non incide sul regime ordinario di circolazione delle quote non dematerializzate e sulla connessa*



produrrebbe alcun effetto in ordine all'efficacia dei trasferimenti attuati nel sistema di gestione accentrata mediante operazione di giro nei confronti della società e per l'acquisto della legittimazione all'esercizio dei diritti sociali¹⁰³.

Occorre effettuare, allora, un'ulteriore osservazione in ordine alle modalità di tenuta del libro dei soci a seconda della modalità di emissione delle quote (in forma scritturale o in forma diversa) e dunque relativa alla (necessaria) coesistenza di quote di partecipazione ordinarie con le quote "speciali".

Secondo un recente orientamento di prassi¹⁰⁴, le s.r.l. PMI non possono standardizzare e dematerializzare la totalità delle quote emesse, potendo invece ricorrere all'emissione delle quote in forma scritturale solo per alcune categorie di esse: nelle s.r.l. è pertanto necessaria la presenza di partecipazioni a "socialità piena".

Può desumersi, allora, che le s.r.l. PMI possano adottare il regime di dematerializzazione, sopra illustrato, solo per alcune categorie di quote, e, al contempo, si possa ricorrere al regime ordinario e/o al regime previsto dall'art. 100-ter, TUF per le società che ricorrono al *crowdfunding*, con la conseguenza che non esiste un solo procedimento di circolazione delle quote e di legittimazione all'esercizio dei diritti sociali, bensì tanti quanti sono i regimi applicabili sulla base della normativa¹⁰⁵.

7. S.r.l. PMI aperta: disciplina applicabile

I reiterati interventi legislativi che si sono succeduti negli ultimi anni hanno profondamente inciso la disciplina della società a responsabilità limitata, sollevando non pochi dubbi interpretativi.

Con specifico riferimento alla s.r.l. PMI, oggetto del presente approfondimento, a titolo d'esempio, gli interpreti si interrogano circa la concreta applicabilità in *toto* della disciplina della s.r.l. alla s.r.l. PMI aperta (salve le espresse deroghe al diritto societario contenute nell'art. 26 d.l. 179/2012); incertezze sono state avanzate anche con riguardo ai casi in cui sia possibile ricorrere alle norme dettate in tema di s.p.a., in mancanza di rinvii espliciti.

legittimazione all'esercizio dei diritti sociali. (...) nel caso delle quote non scritturali fanno fede le risultanze del Registro imprese e non ciò che risulti dal libro soci, a meno che, con apposita clausola statutaria, si subordini l'efficacia della cessione di quote nei confronti della società emittente e la legittimazione all'esercizio dei diritti sociali all'iscrizione nel libro dei soci – purché, beninteso, l'atto traslativo sia già stato iscritto al Registro delle imprese (identicamente a quanto finora si è praticato, dopo l'intervenuta abolizione dell'obbligatorietà del libro soci, nelle situazioni in cui si è comunque inteso far ricorso all'adozione facoltativa del libro soci)".

¹⁰³ Cfr. Consiglio Nazionale del Notariato, Studio n. 42/2024/1, 6, che riconosce la funzione "essenzialmente informativa" della formalità documentale reintrodotta dalla novella desumibile dalla circostanza che in caso contrario "verrebbe a prodursi una incomprensibile disparità di trattamento rispetto alle quote emesse dalle società che non si sono avvalse del regime di dematerializzazione, per le quali società l'obbligo del libro non sussiste e di questo non si profila pertanto alcun ruolo, tantomeno di condizione per l'efficacia dei trasferimenti nei confronti della società stessa e per l'acquisto della legittimazione all'esercizio dei diritti sociali".

¹⁰⁴ Consiglio Nazionale del Notariato, Studio n. 42/2024/1, cit., 4.

¹⁰⁵ Cfr. A. Busani "Titoli dematerializzati trasferibili senza scrittura privata autenticata", cit., 6.



Ai fini che qui interessano, occorre preliminarmente distinguere le s.r.l. non PMI dalle s.r.l. PMI: queste ultime, in particolare, possono configurarsi sia come società chiuse, sia come società aperte, potendo offrire o meno le proprie partecipazioni al pubblico.

La s.r.l. che non sia qualificabile come PMI continua a essere regolata dalle norme di diritto comune rimanendo per la stessa preclusa la possibilità di creare categorie di quote, di offrirle al pubblico, di acquistare partecipazioni proprie nonché di emettere partecipazioni dematerializzate.

Nell'ambito delle s.r.l. PMI, relativamente alla differenziazione tra società aperta¹⁰⁶ e società chiusa, il dato letterale dell'art. 26 d.l. 179/2012 non effettua distinzioni né detta alcuna disciplina riconducibile al carattere aperto o meno delle medesime; pertanto, secondo la dottrina, alle s.r.l. PMI chiuse non sarebbe preclusa la possibilità di creare anche categorie di quote standardizzate¹⁰⁷.

Con riguardo alla s.r.l. PMI aperta, si discute se la medesima rappresenti un sottotipo o una variante del tipo s.r.l. oppure se essa sia un nuovo tipo societario. L'orientamento maggioritario della dottrina ritiene che la PMI costituita in forma di s.r.l. rappresenti (unicamente) una variante del tipo societario s.r.l.¹⁰⁸; tuttavia, in mancanza di una disciplina *ad hoc* (salve le specifiche deroghe al diritto societario, nonché la facoltà di offerta al pubblico delle loro partecipazioni e di dematerializzazione delle stesse) è alquanto problematico individuare la disciplina applicabile.

A tal fine, occorre necessariamente fare riferimento ai connotati tipologici della s.r.l. tradizionale per evidenziare le differenze rispetto alla s.r.l. PMI aperta, rappresentati, come noto, oltre che dal naturale regime di responsabilità limitata, dal divieto di offrire al pubblico proprie partecipazioni e di rappresentarle mediante titoli azionari.

Le s.r.l. PMI, sebbene continuino a mantenere il regime della responsabilità limitata per le obbligazioni sociali, per contro, disapplicano il divieto di offrire al pubblico le proprie partecipazioni previsto per le s.r.l. tipiche; tuttavia, deve rilevarsi che un'ampia rimodulazione delle caratteristiche delle partecipazioni di queste società è stata effettuata già precedentemente all'emanazione della legge Capitali¹⁰⁹.

¹⁰⁶ Con meri intenti compilativi, è doveroso evidenziare come l'art. 4, comma 3, della legge Capitali abbia inserito nel codice civile il nuovo art. 2325-*ter* recante la disciplina delle società emittenti strumenti finanziari diffusi, con precisazione dell'ambito applicativo dell'art. 2325-*bis* per le società emittenti azioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante. Sempre all'art. 4, comma 4, della legge Capitali si deve l'abrogazione dell'art. 111-*bis*, disp. Att. c.c.

¹⁰⁷ Cfr. O. Cagnasso, *Profili organizzativi e disciplina applicabile alle s.r.l. P.M.I.*, in *Atti del XXXII Convegno di studio su Società a responsabilità limitata, piccola e media impresa, mercati finanziari: un mondo nuovo?*, Courmayeur, 14-15 settembre 2018, 11, secondo il quale "Potrà altresì venire in considerazione una s.r.l. P.M.I. che non offra al pubblico le proprie partecipazioni (e quindi qualificabile come chiusa) il cui atto costitutivo preveda la presenza di partecipazioni standardizzate, eventualmente prive del diritto di voto o a voto limitato e quindi una compagine sociale caratterizzata dalla presenza di soci con quote personalizzate e di soci finanziatori con quote standardizzate. In tale caso occorre ricostruire la disciplina applicabile alla posizione di tali soci: alcune norme che offrono tutele molto accentuate, quali ad esempio quelle sui poteri di controllo, potrebbero essere derogate, tenuto conto della differente posizione di tali soci".

¹⁰⁸ Cfr. O. Cagnasso, *ult. op. cit.*, 10.

¹⁰⁹ Cfr. O. Cagnasso, *ult. op. cit.*, 10, per il quale va a sfumarsi l'ulteriore requisito relativo alla non presenza delle azioni, dal momento che il divieto di standardizzazione delle partecipazioni non è più presente, considerata l'ammissibilità della creazione di categorie di quote e che, pur permanendo il divieto di rappresentare le partecipazioni mediante azioni, il sistema di sottoscrizione e circolazione delle partecipazioni alternativo e "dematerializzato" ha di molto attenuato tale differenziazione.



Per cui, la concreta applicabilità in *toto* della disciplina della società a responsabilità limitata alla s.r.l. PMI aperta, è questione particolarmente dibattuta ritenendosi¹¹⁰ che la disciplina delle s.r.l. sia, per alcuni aspetti, eccessivamente rigida e per altri, piuttosto limitata con riguardo alla tutela dei soci investitori. Si è chiarito, infatti, che, per un verso, gli ampi poteri di controllo e di reazione attribuiti ai singoli soci¹¹¹ appaiono sovradimensionati in presenza di un capitale di rischio a proprietà diffusa¹¹²; per altro verso, sono da evidenziarsi gli ulteriori profili che rendono la disciplina della s.r.l. scarsamente affidabile sotto il profilo della tutela dei soci investitori¹¹³, sia per quanto concerne le informazioni contabili (essendo prevista la possibilità di redigere il bilancio in forma abbreviata ai sensi dell'art. 2435-*bis* c.c. o addirittura delle microimprese ai sensi dell'art. 2435-*ter* c.c.), sia con riguardo al sistema di controlli proprio delle s.r.l. ex art. 2477 c.c., visto che, ove fosse nominato il solo revisore legale potrebbe mancare la vigilanza istituzionalizzata sulla gestione, tipica dell'organo di controllo¹¹⁴.

In aggiunta a quanto sopra, occorre spendere alcune osservazioni con riferimento alle s.r.l. aperte e alla disciplina applicabile qualora la s.r.l. sia PMI. Non essendo infatti sufficienti per il modello societario della s.r.l. aperta le norme previste per le s.r.l. non PMI, potrebbe essere necessario far ricorso alle norme dettate per le s.p.a. per trovare validi appigli in alcune evenienze, quali sono quelle di acquisto di quote proprie, di creazione di categorie di quote e di quote prive del diritto di voto, sia pure nei limiti di compatibilità, adattandole al differente contesto¹¹⁵. In altri casi, si è ritenuto che le disposizioni della disciplina delle s.r.l. dovessero essere disapplicate, invocando, per converso, l'applicazione di ulteriori norme del modello azionario (perché più coerenti con una compagine sociale "diffusa", al fine di offrire le necessarie tutele ai soci finanziatori o per colmare le lacune determinate dalla disapplicazione delle regole dettate per la s.r.l.), approdando, la dottrina prevalente, alla

¹¹⁰ Cfr. O. Cagnasso, *ult. op. cit.* 6-7, P. Benazzo, *Categorie di quote, diritti di voto e governance della "nuovissima" s.r.l.*, cit., 641-643.

¹¹¹ Cfr. O. Cagnasso, *ult. op. cit.* 8, "Come è noto, il legislatore della riforma societaria nel disciplinare la s.r.l., tenendo conto che si tratta di una società formata da pochi soci direttamente interessati alla vita societaria (e molto spesso amministratori), ha introdotto regole rigide, poste a tutela dei soci, nella prospettiva di offrire agli stessi strumenti di controllo e di intervento anche in un'ottica di garanzia del buon andamento della società. Gli esempi sono numerosi: la legittimazione di ciascun socio all'impugnazione delle delibere assembleari; i penetranti poteri di controllo dei soci non amministratori; la legittimazione di ciascun socio a promuovere l'azione di responsabilità nei confronti dei gestori, nonché quella diretta alla loro revoca. Nell'ambito di una società aperta appare difficile ipotizzare che questi poteri possano essere attribuiti ad un numero indefinito e molto ampio di soci, con il rischio di paralizzare la vita della società".

¹¹² Circa i diritti e i poteri di controllo e di reazione si rammentano i seguenti: i) il diritto individuale di informazione e accesso ai dati sociali per i soci non amministratori (ex art. 2476, comma 2, c.c.); ii) la legittimazione individuale a chiedere la revoca cautelare degli amministratori (ex art. 2476, comma 3, c.c.); iii) il diritto individuale alla promozione dell'azione sociale di responsabilità (ex art. 2476, comma 3, c.c.); iv) il diritto individuale di impugnazione delle decisioni dei soci (art. 2479-*ter* c.c.).

¹¹³ Cfr. P. Benazzo, *Categorie di quote, diritti di voto e governance della "nuovissima" s.r.l.*, cit., 642 secondo il quale: "E' agevole rilevare come l'investitore si trovi ad affidare la gestione del proprio risparmio a una organizzazione nella quale, anche in via congiunta, (i) potrebbero comunque operare assetti proprietari e amministrativi asimmetricamente pervasi (e condizionati) da elementi di immanenza personale (dei soci-imprenditori) in alcun modo proporzionata a una correlazione con il capitale di rischio; (ii) potrebbero difettare assetti amministrativi a gestione prettamente manageriale (sulla falsariga del sistema azionario declinato negli artt. 2364, n. 5, 2380 e 2380-*bis* c.c.); (iii) potrebbe legittimamente mancare un sistema di controllo interno, di legalità e contabile, di tipo "istituzionale"; (iv) potrebbe non sussistere un'organizzazione interna di categoria a tutela degli interessi comuni ai risparmiatori (sulla falsariga degli artt. 2376 e 2415-2417 c.c. e 146-147-*bis* Tuif); (v) potrebbe essere a disposizione, infine, un'informativa sulla situazione economica, patrimoniale e finanziaria della società assolutamente scarna (per non dire esile), quale sarebbe quella fornita da un bilancio redatto in forma abbreviata (art. 2435-*bis* c.c.), addirittura privo del rendiconto finanziario (art. 2425-*ter* c.c.)".

¹¹⁴ Cfr. O. Cagnasso, *ult. op. cit.*, 8.

¹¹⁵ Cfr. O. Cagnasso, *S.r.l. aperta*, cit., 1223-1227.



conclusione che sia consentita la tendenziale estensione dello statuto azionario in misura proporzionalmente rapportata alla conformazione in chiave aperta, dunque rivolta al mercato dei capitali, della s.r.l.¹¹⁶.

Con riguardo, infine, alla possibilità concessa alla PMI costituite in forma di s.r.l. di accedere al sistema di gestione accentrata e dematerializzata proprio del modello azionario, recentemente introdotta con la legge Capitali, deve rilevarsi come tale previsione normativa si collochi comunque all'interno di un modello societario che risulta incentrato sulla persona del socio più che sull'apertura al mercato; non viene pertanto definito un nuovo statuto normativo adeguato in grado di offrire maggiori tutele ai soci investitori o maggiori garanzie in termini di trasparenza e legalità né vengono rimossi i vincoli di carattere strutturale insiti nel modello societario della s.r.l.

Alla luce delle considerazioni svolte, al fine di conformare la *governance* e i diritti dei soci alle effettive esigenze delle compagini sociali realmente coinvolte nelle s.r.l. PMI e di dotarsi di una struttura aperta alla raccolta di capitali di rischio con modalità "*alternative*" a quelle ordinarie, appare consentito ricorrere, a livello statutario, a tecniche redazionali che comportino la previsione di specifici correttivi statutari con innesti di suppletiva disciplina tratta dal tipo della s.p.a.¹¹⁷; tuttavia, la sostanziale appartenenza delle s.r.l. PMI al modello s.r.l. implica che, seppure l'autonomia statutaria possa prevedere specifiche clausole, assumendo mediante le medesime, connotazioni notevolmente simili a quelle delle società per azioni, non potrebbe, in nessun caso, superarne i connotati distintivi né pervenire ad un modello sostanzialmente para-azionario¹¹⁸.

¹¹⁶ Cfr. P. Benazzo, voce *Start up e P.M.I. Innovative*, cit., 479. In merito, anche O. Cagnasso, *Profili organizzativi e disciplina applicabile alle s.r.l. P.M.I.*, cit., 12-13, secondo il quale "Ulteriore problema è se l'applicazione di regole tratte da tali modelli possa avvenire mediante un procedimento analogico oppure, come riterrei preferibile, possa realizzarsi per estensione diretta. Il punto di arrivo di una simile operazione ricostruttiva non può che essere l'individuazione di regole che derivano dall'accostamento di norme tratte dalla disciplina della s.r.l., magari adattate, con altre derivanti dal tessuto normativo della s.p.a. o dalla s.p.a. quotata, anche in questo caso con i più opportuni adattamenti. Si crea in tal modo una tipologia societaria di carattere ibrido, disciplinata dall'innesto di gruppi di norme di varia provenienza. La s.r.l. aperta si presenta pertanto come una sorta di ibrido, collocato in una posizione intermedia tra la s.p.a. quotata e la s.r.l. chiusa".

¹¹⁷ P. Benazzo, *Categorie di quote, diritti di voto e governance della "nuovissima" s.r.l.*, cit., 664-666.

¹¹⁸ In tal senso cfr. P. Benazzo, voce *Start up e P.M.I. Innovative*, cit., 479.



Fondazione Nazionale di Ricerca dei Commercialisti E.T.S.
Piazza della Repubblica, 68 00185 Roma