

Consiglio Nazionale del Notariato

Studio n.42-2024/I

LA DEMATERIALIZZAZIONE DELLE PARTECIPAZIONI DI SOCIETA' A RESPONSABILITA' LIMITATA (ART. 3 L. 21/2024)

di Marco Cian

(Approvato telematicamente dalla Commissione Studi d'Impresa il 22 marzo 2024)

Abstract

La l. 21/2024 prevede la possibilità di dematerializzare le quote di s.r.l. PMI che presentino eguale valore e attribuiscano eguali diritti (quote standardizzate), assoggettandole integralmente, in tal caso, al regime degli strumenti finanziari emessi in forma scritturale. Lo studio analizza la portata della novella, sia sotto il profilo sistematico, in relazione al perdurante divieto di rappresentazione delle quote in azioni (art. 2468 c.c.), sia nella declinazione disciplinare dell'istituto, con riferimento alle fasi dell'emissione e della circolazione delle quote e all'esercizio dei diritti sociali, in connessione con la reintroduzione del libro soci.

Sommario: 1. La novella. 2. Presupposti per l'immissione delle quote in regime di dematerializzazione: presupposto soggettivo. 3. Presupposti oggettivi. 4. Ancora sui presupposti oggettivi: dematerializzazione e categorie speciali. 5. La decisione di immissione nel sistema. 6. La circolazione delle quote dematerializzate e la legittimazione all'esercizio dei diritti sociali.

1. La novella.

Con l'approvazione della l. 21/2024 è stata prevista la dematerializzazione delle quote di società a responsabilità limitata (art. 3), nei limiti e alle condizioni di cui si dirà. La novella ha invero aggiunto all'art. 26 d.l. 179/2012 una terna di commi (2-bis ss.) che consentono l'immissione di tali quote all'interno dei sistemi di gestione accentrata, con applicazione integrale della disciplina dettata dal Testo Unico della Finanza per i titoli scritturali (gli artt. 83 ss., richiamati dal nuovo comma 2-ter).

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

La novella integra poi ulteriormente l'art. 26 d.l. 179/2012 mediante la (re)introduzione parziale del libro soci (nuovo co. 2-quater).

La riforma si innesta sul preesistente quadro normativo, ancora presidiato dai principi storici inerenti alla partecipazione nelle s.r.l. e specialmente dal “divieto” di rappresentazione in azioni delle partecipazioni medesime, codificato nell’art. 2468 c.c. Tale “divieto” implica(va), precisamente, l’impossibilità giuridica di qualsiasi forma di documentazione della partecipazione che prelude all’attivazione della disciplina cartolare di tutela degli acquisti (artt. 1993 s. c.c.; art. 83-*quinquies* e 83-*septies* t.u.f.)¹.

Neppure il recente meccanismo della circolazione intermediata, ex art. 100-*ter* t.u.f., ne comprometteva la portata, pur se rideclinava il procedimento traslativo, non solo disancorandolo dall’intervento del notaio o del professionista abilitato, ma azzerandone altresì la fase pubblicitaria (presso il registro delle imprese viene iscritto l’intermediario una volta per tutte, come “socio” “per conto di terzi”). E’ ben vero che l’intero sistema documentale delineato dall’art. 100-*ter* è chiaramente ispirato e modellato, sotto il profilo della sua pur più snella articolazione contabile, su quello della gestione accentrata, ma è un sistema che rimane estraneo, in punto di disciplina (e in particolare di applicazione dei principi di tutela degli acquisti: i citati artt. 83-*quinquies* e 83-*septies* t.u.f.), al modello da cui è derivato².

E’ precisamente in questo quadro che la recente novella viene a collocarsi; e vi giunge sancendo questa volta esplicitamente l’applicazione di tali principi, in definitiva scardinando quello viceversa tuttora enunciato nell’art. 2468, il quale, formalmente rimasto integro, ne esce al contrario profondamente depotenziato.

2. Presupposti per l’immissione delle quote in regime di dematerializzazione: presupposto soggettivo.

L’apertura al regime di dematerializzazione non è generalizzata, bensì (nuovo co. 2-*bis*) riservata alle “quote appartenenti alle categorie [di cui al precedente co. 2], aventi eguale valore e conferenti eguali diritti”.

Dunque, sotto il profilo anzitutto soggettivo, l’accesso ai sistemi di gestione accentrata è possibile esclusivamente alle s.r.l. PMI, in quanto le sole legittimate all’emissione di quote di categoria. Quest’ultimo assunto è per la verità in sé discusso, com’è noto: è discusso se, in particolare, ogni s.r.l., indipendentemente dalle proprie dimensioni, e dunque nel quadro della disciplina codicistica e non di quella speciale contenuta nell’art. 26 d.l. 179/2012, possa o no declinare diversamente (= non proporzionalmente) i diritti partecipativi da quota a quota, correlandoli oggettivamente alle

¹ Per tutti v. A. DACCÒ, in *Diritto commerciale*, a cura di M. Cian, III, Torino, 2024, 722 s.; M. NOTARI, *Diritti “particolari” dei soci e categorie “speciali” di partecipazioni*, in AGE, 2003, 337; G. SANTONI, *Le quote di partecipazione*, in G. SANTONI – F. BRIOLINI – G. M. BUTA – F. ACCETTELLA, *Le società a responsabilità limitata*, Torino, 2022, 95. Sovente si ascrive al “divieto” anche un secondo significato, quello di precludere la scomposizione delle quote in unità partecipative standardizzate: in arg., oltre a Notari, v. G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, in *Codice civile, Commentario* fondato da P. Schlesinger e diretto da F. D. Busnelli, Milano, 2010, sub art. 2468, 506 ss.; L. A. BIANCHI - A. FELLER, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. G. Marchetti - L. A. Bianchi - F. Ghezzi - M. Notari, *Società a responsabilità limitata* (a cura di L. A. Bianchi), Milano, 2008, sub art. 2468, 310. Il punto tornerà importante non appena si dovranno individuare i presupposti oggettivi di applicazione della novella recentemente promulgata.

² Proprio in ragione della perdurante vigenza del “divieto” di cui all’art. 2468 c.c., non appare condivisibile la tesi (per la quale v., ad esempio, F. BRIZZI, *S.r.l. PMI e offerta al pubblico di quote di partecipazione*, Torino, 2022, 160 ss.) dell’applicabilità in via analogica del principio di tutela dell’acquirente *a non domino* (art. 83-*quinquies* t.u.f.).

quote stesse e non, ex art. 2468, co. 3, soggettivamente ai soci³. In ogni caso, che alle “grandi” s.r.l. non sia accordato l’ingresso nei sistemi di gestione accentrata è stabilito testualmente dallo stesso, nuovo co. 2-*bis*, che riferisce le quote immettibili alle “società di cui al medesimo comma [2]”, dunque proprio e solo alle piccole-medie imprese.

3. Presupposti oggettivi.

Anche sotto il profilo oggettivo la riforma introduce un vincolo, non tutte le quote di categoria risultando dematerializzabili, ma solo quelle emesse in forma seriale e standardizzata. A tanto si riferisce il richiamo agli “eguali diritti” e, soprattutto, all’“eguale valore”.

A questo proposito, 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., precipitato del (perdurante, anche dopo l’emanazione del d.l. 179/2012) “divieto” di rappresentazione delle quote in azioni (inteso come preclusivo non solo dell’assoggettamento delle quote medesime alla disciplina della circolazione cartolare, ma anche della loro conformazione alla stregua di unità partecipative identiche tra loro), veniva negata, almeno secondo un certo orientamento⁴, 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 titolare⁵.

Quale che fosse la soluzione interpretativa preferibile in passato, la recente novella fugge 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 identico⁶, di queste partecipazioni non è possibile l’immissione nei sistemi di gestione accentrata.

Nessun altro requisito sotto il profilo oggettivo è previsto per l’immissione nel sistema in regime di dematerializzazione. In particolare, non è richiesto che le quote speciali siano (state) oggetto di collocamento tramite le piattaforme di *crowdfunding*, e ciò a differenza di quanto è invece disposto per l’adozione del regime di circolazione intermediata di cui all’art. 100-*ter* t.u.f.

Non è neppure richiesto che le quote siano liberamente trasferibili né interamente liberate. Invero, il regime di dematerializzazione, pur indirizzando verso il sistema prioritariamente proprio

³ Sul punto v. per tutti e per riferimenti A. ABU AWWAD, *Quote di partecipazione, categorie di quote e diritti particolari*, in *Trattato delle società*, diretto da V. Donativi, III, Milano, 2022, 236 ss.; M. CIAN, *S.r.l. PMI, s.r.l., s.p.a.: schemi argomentativi per una ricostruzione del sistema*, in *Riv. soc.*, 2018, part. 822 ss., ove la difesa della tesi negativa.

⁴ V. l’Orientamento I.N.6 del Comitato Notarile del Triveneto; in dottrina, M. SCIUTO, *Le quote di partecipazione*, in *Le società a responsabilità limitata*, a cura di C. Ibba e G. Marasà, I, Milano, 2020, part. 548 ss.

⁵ In senso opposto, v. la Massima 171 del Consiglio notarile di Milano e l’Orientamento 38/2014 del Consiglio notarile dei distretti riuniti di Firenze, Pistoia e Prato (quest’ultimo relativo alle s.r.l. *start-up*); in dottrina, fra gli altri, O. CAGNASSO, *La s.r.l. piccola e media impresa (P.M.I.)*, in *Le società a responsabilità limitata*, a cura di C. Ibba e G. Marasà, I, cit., 107; S. FORTUNATO, *La società a responsabilità limitata*, II ed., Torino, 2020, 117; A. ABU AWWAD, *Quote di partecipazione*, cit., 237 ss.; M. CIAN, *S.r.l. PMI*, cit., 831 s.

⁶ Cfr. S. FORTUNATO, *La società a responsabilità limitata*, cit., 117 s.; M. CIAN, *op. loc. ult. cit.*; in senso opposto tuttavia, ad esempio, A. ABU AWWAD, *Quote di partecipazione*, cit., 238.

gli strumenti finanziari che presentano entrambe queste caratteristiche, accoglie, in via generale, anche quelli che ne difettino, semplicemente mantenendone separata ed apposita evidenza (v. art. 33, co. 1 e 2, Provvedimento unico sul *post-trading* Consob - Banca d'Italia, 13 agosto 2018, nella sua versione attuale⁷); non v'è ragione di ritenere che questa apertura non debba valere per le partecipazioni delle s.r.l.

4. Ancora sui presupposti oggettivi: dematerializzazione e categorie speciali.

Il richiamo alle quote speciali implica che la società abbia dato vita ad almeno due categorie di partecipazioni (almeno una categoria di quote speciali e le quote c.d. ordinarie, automaticamente erette a loro volta a categoria, per il solo fatto dell'esistenza delle prime). Si introduce così un presupposto ulteriore per l'accesso al regime di dematerializzazione e una differenza rispetto a quanto è previsto per l'intestazione intermediata *ex art. 100-ter t.u.f.*

Deve inoltre ritenersi che la società non possa standardizzare e dematerializzare tutte le quote emesse, non possa cioè presentare una struttura partecipativa, sotto questi profili, interamente para-azionaria.

Il tema si collega indissolubilmente a quello più generale, posto dall'art. 26 d.l. 179/2012 nel suo complesso, relativo alla posizione sistematica delle norme di cui esso si compone rispetto alla disciplina del codice civile: se il tipo s.r.l. continui ad essere caratterizzato dalla presenza necessaria di partecipazioni (almeno una) viceversa conformate secondo il modello codicistico (che significa: dotate delle prerogative amministrative che esprimono il coinvolgimento del socio nell'organizzazione societaria: voto, ingerenza nella gestione, controllo ecc.) e conformate a tale modello anche in punto di disciplina della circolazione (dunque non rappresentabili in azioni, in sostanza non dematerializzabili); oppure se l'atto costitutivo possa configurare l'intero spettro delle partecipazioni, senza eccezioni, secondo modelli para-azionari, dunque neutralizzando, tra le prerogative testé menzionate, quelle distintive (specialmente i diritti di ingerenza nella gestione *ex art. 2479, co. 1, e di controllo, ex art. 2476, co. 2, c.c.*), e rendendo cartolare la circolazione di tutte le quote, e così consumando una assai marcata ibridazione con il tipo della società per azioni.

Deve ritenersi preferibile la tesi della conservazione, al vertice del sistema delle società di capitali, di una distinzione tra s.p.a. e s.r.l. pur dotate di quote speciali, fondata sulla necessaria presenza in queste ultime di partecipazioni a "socialità" piena⁸; e allora anche fondata sulla presenza di partecipazioni a circolazione non cartolare, in ossequio al principio consacrato nell'art. 2468.

A quest'ultimo riguardo, è la stessa novella a confermare la conclusione qui accolta, se, dal presupposto dell'esistenza di una pluralità di categorie partecipative, può arguirsi l'implicita preclusione alla dematerializzazione *sic et simpliciter* delle quote di una s.r.l. e quindi l'impossibilità giuridica che tutte le categorie concretamente emesse si trovino contemporaneamente accolte nei sistemi di gestione accentrata. Si aggiunga che il nuovo co. 2-*quater*, nell'imporre la tenuta del libro soci alle società che abbiano avviato proprie quote a tali sistemi, distingue le relative modalità redazionali, in funzione del fatto che si tratti delle quote emesse in forma scritturale o di quelle emesse in forma diversa, così nuovamente assumendo – pare potersi arguire – che le une e le altre necessariamente coesistano.

⁷ L'applicazione di tale provvedimento regolamentare alle quote dematerializzate pare sicura.

⁸ V. per questa impostazione M. CIAN, *S.r.l. PMI*, cit., 837 ss.; Id., *Il tipo s.r.l.?*, in *Nuove leggi civ.*, 2021, part. 301 ss.

5. La decisione di immissione nel sistema.

Il nuovo co. 2-*bis* delinea un regime di dematerializzazione *facoltativa* (le quote “*possono* esistere in forma scritturale”), alla stregua di quanto previsto per l'emittente di strumenti finanziari non negoziati nei mercati (art. 83-*bis*, co. 3, t.u.f.).

Precisamente, deve ritenersi competente alla società la decisione di dematerializzare le quote, mentre il singolo socio non può individualmente determinarsi in tal senso.

Stabilita da parte della società l'immissione delle quote speciali nel sistema di gestione accentrata, il regime di dematerializzazione si impone a tutti coloro che ne sono titolari; non è cioè attribuita ai soci una opzione analoga a quella viceversa prevista dall'art. 100-*ter* t.u.f. (co. 2, lett. b) per l'intestazione intermediata e, all'interno dello stesso sistema di gestione accentrata, dall'art. 86 t.u.f. per i casi degli strumenti finanziari cartacei depositati in monte.

Quanto alle modalità di adozione della scelta societaria, appare plausibile affermare che la dematerializzazione debba essere stabilita 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.).

Deve inoltre ritenersi che l'opzione debba essere contestuale alla decisione di emissione (nel senso che sempre, per le PMI che danno vita a categorie di quote standardizzate, si deve trattare di emissione *in una data forma documentale*) e che sia definitiva, con la sola, verosimile eccezione che consti il consenso al mutamento, da parte di ciascuno dei soci.

6. La circolazione delle quote dematerializzate e la legittimazione all'esercizio dei diritti sociali.

Una volta immesse nel sistema di gestione accentrata, le quote ricevono, come si è ricordato più volte, il medesimo trattamento giuridico di ogni altro strumento finanziario dematerializzato. Ne esce conseguentemente e profondamente modificato il regime della circolazione e della legittimazione all'esercizio dei diritti sociali, rispetto a quello codicistico in particolare.

Quanto alla circolazione, essa si realizza tramite operazioni di giro, ai sensi dell'art. 83-*quater* t.u.f. La novella a onor del vero non dispone, al riguardo, che ciò avvenga in deroga, o “in alternativa” alla disciplina contenuta nell'art. 2470 c.c. (e nel d.l. 112/2008 quanto alla variante non notarile), come accade invece per la circolazione intermediata (ma non cartolare) prevista dall'art. 100-*ter* t.u.f. 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.

Che la circolazione scritturale delle quote sia una circolazione protetta, al pari di quanto accade per ogni altro strumento finanziario dematerializzato, deriva dalla già segnalata operatività degli artt. 83-*quinqüies*, co. 2, e 83-*septies* t.u.f., in forza del richiamo contenuto nel nuovo art. 26, co. 2-*ter*, d.l. 179/2012.

Alle nuove modalità di trasferimento e di intestazione scritturale delle quote si accompagna infine un diverso (rispetto, ancora una volta, a quello codicistico) regime di legittimazione all'esercizio dei diritti. La norma cardine della disciplina della gestione accentrata è contenuta nell'art. 83-

quinquies, co. 1, t.u.f., esso pure richiamato dal nuovo co. 2-ter: la legittimazione “piena ed esclusiva” si acquista pertanto con la registrazione in conto e si esprime poi concretamente (è “attestata”: art. 83-*quinquies*, co. 3) mediante le certificazioni rilasciate e comunicazioni effettuate dall’intermediario, consuete a tutto il sistema della gestione accentrata.

In generale, la legittimazione riconosciuta dalla registrazione in conto è peraltro una legittimazione che si declina “secondo la disciplina propria di ciascuno” degli strumenti finanziari di cui si tratta (ancora art. 83-*quinquies*, co. 1). E’ qui che si profila il tema del ruolo del novello co. 2-*quater*, inserito nell’art. 26, il quale ripristina l’obbligo di tenuta del libro soci, per la società che abbia emesso una o più categorie di quote in forma scritturale.

Occorre dunque chiedersi se l’iscrizione a libro soci sia o non sia condizione perché il trasferimento, attuato *nel sistema* mediante l’operazione di giro, acquisti efficacia anche *fuori dal sistema*, nei confronti della società; e se pertanto l’esercizio dei diritti sociali presupponga o non presupponga tale iscrizione, onerando allora il titolare della quota di dotarsi preventivamente presso il proprio intermediario di una certificazione funzionale a richiedere proprio l’aggiornamento del libro soci.

Non sembra tuttavia che la novella sia idonea a restituire al libro soci nelle s.r.l. il ruolo perduto. Vi sono ragioni testuali e sistematiche che depongono in tal senso.

Le prime si rinvencono nello stesso co. 2-*quater*, il quale non soltanto non contiene alcuna indicazione in merito a una rilevanza di questo tipo del libro, ma ne allinea viceversa condizioni e modalità di aggiornamento alle regole vigenti per i titoli azionari, regole che, per effetto di quanto disposto dall’art. 2355 c.c., escludono che tale aggiornamento sia preliminare all’esercizio dei diritti partecipativi.

Sul piano sistematico, d’altra parte, è significativo che l’obbligo di tenuta del libro sia previsto per le sole società che avviino al regime di dematerializzazione una loro categoria di quote e sia destinato ad accogliere anche le partecipazioni emesse in forma non scritturale. Se dunque le annotazioni sul libro medesimo fossero il presupposto per l’esercizio dei diritti relativi alle prime, non potrebbero non esserlo per le seconde, con una deviazione dalla regola dell’art. 2470 c.c. Ma se il regime uniforme, per le società obbligate alla tenuta del libro, fosse tale da implicare una deroga a tale articolo, 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.

Se ne può dedurre che la funzione della formalità documentale reintrodotta dalla novella è essenzialmente informativa, consentendo ai soci (vedi l’ultimo periodo del co. 2-*quater*) di raccogliere direttamente dalla società un quadro completo dei dati relativi alla compagine sociale.