



MASSIME COMMISSIONE SOCIETÀ

214. Quote dematerializzate di s.r.l. (art. 3 l. 21/2024; art. 26 d.l. 179/2012) [22 luglio 2025]

Massima

L'adozione del regime della dematerializzazione delle quote di s.r.l. PMI – ora consentita dall'art. 26, commi 2-bis e seguenti, d.l. 179/2012 (novellato dall'art. 3 della c.d. "Legge capitali": l. 21/2024) – richiede l'introduzione di un'apposita clausola statutaria, la quale deve individuare la o le categorie di quote assoggettate al regime di dematerializzazione ai sensi dell'art. 83-bis e seguenti TUF. Lo statuto deve altresì prevedere che le quote della o delle categorie assoggettate al regime di dematerializzazione abbiano "eguale valore" e "uguali diritti" (c.d. quote "standardizzate").

In presenza del necessario presupposto della "standardizzazione" delle quote, il regime della dematerializzazione può essere adottato: (i) anche per le quote c.d. "ordinarie"; (ii) anche per tutte le categorie di quote, e non solo per alcune di esse; (iii) anche in mancanza di diverse categorie di quote; (iv) anche per le quote o categorie di quote prive di indicazione del valore nominale, purché rappresentanti la medesima "frazione del capitale sociale" analogamente a quanto dispone, per le azioni, l'art. 2346, comma 2, c.c.

Le deliberazioni con le quali una s.r.l. PMI modifica lo statuto per adottare il regime di dematerializzazione delle quote o per porre fine al regime di dematerializzazione non danno luogo ad alcuna causa legale di recesso a favore dei soci che non concorrono alle medesime.

L'adozione della forma scritturale per una o più categorie di quote non fa venir meno la possibilità di assoggettare altre quote o categorie di quote alla disciplina della c.d. "circolazione intermediata", di cui all'art. 100-ter TUF (e Regolamento Consob n. 18592/2013), al fine di assoggettarle ad offerte al pubblico attraverso piattaforme di crowdfunding. Al contempo, si deve ritenere che anche l'adozione della forma scritturale sia idonea al fine di sottoporre le quote dematerializzate di s.r.l. PMI alle offerte al pubblico attraverso piattaforme di crowdfunding.

Motivazione

1. – Il comma 2-bis del d.l. 179/2012, introdotto dall'art. 3 della l. 21/2024, dispone che *“le quote appartenenti alle categorie del comma 2, aventi eguale valore e conferenti eguali diritti, delle società di cui al medesimo comma possono esistere in forma scritturale ai sensi di quanto previsto dall'articolo 83-bis del testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58”*. Il comma 2 della medesima norma, a sua volta, prevede che *“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”*.

La legge consente quindi alle s.r.l. PMI di assoggettare in via facoltativa le loro quote al regime della dematerializzazione di cui all'art. 83-bis e seguenti del TUF, al pari quanto avviene per le azioni di s.p.a.

Sul piano sistematico, la novità è di grande rilevanza. Le quote di s.r.l. che siano configurate con caratteristiche di “standardizzazione” (ossia che abbiano uguale “misura” e uguale “contenuto”) e che adottino la “forma” scritturale finiscono infatti per sovrapporsi in tutto e per tutto alla nozione delle azioni di s.p.a. con la medesima forma scritturale. Permarrebbe cioè la differenza tra quote e azioni rappresentate da certificato cartaceo (che continua a essere una “forma” preclusa alle quote di s.r.l.), ma vi sarebbe perfetta coincidenza tra quote e azioni, qualora fosse adottata la forma scritturale.

Al di là dei profili sistematici, la norma pone alcune questioni interpretative, alle quali la massima cerca di fornire risposta.

2. – Il primo paragrafo della massima si sofferma sulla natura della decisione volta ad adottare il regime della dematerializzazione, affermando che essa deve necessariamente consistere in una modificazione dello statuto, avente ad oggetto l'introduzione di una clausola che identifichi le quote o le categorie di quote assoggettate alla forma scritturale. Pur non essendovi un'espressa disposizione di legge in proposito, deve cioè ritenersi che la modifica del regime della “forma” delle partecipazioni sociali costituisca la modifica di una regola organizzativa statutaria, per la quale non sarebbe sufficiente né una mera decisione gestoria degli amministratori, né una decisione programmatica dell'assemblea senza rilievo statutario (né tanto meno una decisione dell'organo amministrativo sulla base di una “delega” statutaria, inammissibile al di fuori dei casi previsti dalla legge).

In tal senso milita anzitutto un argomento di simmetria sistematica, rispetto a quanto la legge espressamente dispone per le partecipazioni azionarie. Si noti, infatti, che l'art. 2346, comma 1, c.c., dopo aver affermato che il regime legale della “forma” delle azioni è quello c.d. “cartolare”, mediante incorporazione in certificati azionari cartacei, prevede espressamente che *“lo statuto può escludere l'emissione dei relativi titoli o prevedere l'utilizzazione di diverse tecniche di legittimazione e circolazione”*. Anche sul piano degli interessi protetti, deve ritenersi che la natura statutaria del patto che adotta la forma scritturale delle quote di s.r.l. sia più coerente e funzionale, posto che solo in questo modo i terzi acquirenti sono in grado di avere conoscenza legale, tramite il registro delle imprese, della tecnica di legittimazione e di circolazione delle

partecipazioni della società di cui intendono diventare soci.

La massima, inoltre, ricorda che, oltre alla clausola che dispone l'adozione della forma scritturale, è necessario che lo statuto disciplini le quote da assoggettare al regime della dematerializzazione, in modo da renderle seriali e standardizzate: in altre parole, è necessario che lo statuto preveda che le quote da dematerializzare abbiano "eguale valo-re" e "uguali diritti", quanto meno all'interno della medesima categoria; il che, come si è avuto modo di precisare nella massima n. 171, in data 17 novembre 2018, non è un dato imprescindibile delle categorie di quote, a differenza di quanto è a dirsi per le categorie di azioni.

3. – Il secondo paragrafo della massima affronta l'aspetto forse di maggior incertezza interpretativa della novella, quanto meno a giudicare dalla lettura dei primi commenti della norma. Si tratta della portata applicativa della dematerializzazione e in particolare dei limiti oggettivi in cui essa possa essere disposta dallo statuto. La massima afferma la legittimità delle seguenti fattispecie, che potrebbero sembrare non direttamente rientranti nella lettera della legge:

(i) in primo luogo, si chiarisce che non può in alcun modo distinguersi tra le categorie c.d. "speciali" (che sarebbero caratterizzate dai "diritti diversi" menzionati dalla norma) e le quote c.d. "ordinarie" (che sarebbero cioè prive di "diritti diversi", rispetto al paradigma "normale" delle partecipazioni di s.r.l.); in realtà, si tratta di una distinzione meramente descrittiva, posto che è ben chiaro, specie nella diffusa letteratura in tema di categorie di azioni, che la nozione di categoria è una nozione *relativa* e che anche la diversità dei diritti deve essere valutata nel confronto tra una categoria e l'altra, e non rispetto al paradigma teorico delle quote sociali nel regime legale delle s.r.l.; anche le quote "ordinarie", in altre parole, se vi sono altre categorie, costituiscono una "categoria", e pertanto non vi sono motivi per negare la ammissibilità della loro dematerializzazione;

(ii) in secondo luogo, si afferma che la dematerializzazione può riguardare *tutte le categorie* di quote in cui è suddiviso il capitale sociale, ivi comprese quelle c.d. "ordinarie"; non è cioè necessario che vi sia almeno una categoria di quote non dematerializzate, né al limite "almeno una quota" non dematerializzata; affidare a un simile ultimo baluardo la difesa della identità tipologica delle s.r.l., di fronte a una novità normativa di tale dirompente portata, finirebbe per essere illusorio e meramente "simbolico"; si può forse criticare il legislatore per aver reso evanescente la distinzione tra s.p.a. e s.r.l. – sul piano delle caratteristiche delle partecipazioni sociali – ma non si potrebbe comunque afferma-re che i connotati tipologici della s.r.l. rimarrebbero intatti per il solo fatto che una singola quota rimane esente dal regime della dematerializzazione; un simile risultato, del resto, rischierebbe di essere inattuabile, in tutte quelle situazioni in cui la composizione delle diverse categorie è suscettibile di variare nel tempo, in virtù di recessi, di conversioni automatiche da una categoria all'altra, di conversioni facoltative, di fenomeni di "auto-estinzione" di quote, ecc., di guisa che ben potrebbe darsi che l'unica categoria di quote (in ipotesi) non dematerializzata si estingua, lasciando in vita solo quote dematerializza-te;

(iii) analogo risultato deve essere raggiunto, con un ulteriore passaggio

interpretativo, per affermare che la dematerializzazione possa essere prevista dallo statuto anche in mancanza di diverse categorie di quote, e quindi indistintamente per tutte le quote in cui è suddiviso il capitale; a tal riguardo occorre superare la lettera della legge, là dove sancisce che *“le quote appartenenti alle categorie del comma 2, aventi eguale valore e con-ferenti eguali diritti, delle società di cui al medesimo comma possono esistere in forma scritturale...”*. A ben vedere, infatti, il riferimento alle categorie di quote non assume alcuna rilevanza, né sistematica né funzionale, ai fini della dematerializzazione, se non quale presupposto per la loro “standardizzazione”. Sembra cioè che il legislatore contempli le categorie di quote come l’ipotesi paradigmatica nella quale la s.r.l. può disciplinare le proprie quote come partecipazioni seriali e standardizzate. Tuttavia, quanto meno per le s.r.l. PMI, non può essere revocato in dubbio che il medesimo risultato possa essere conseguito anche se tutte le quote sono uguali, sia nella misura sia nel contenuto, senza alcuna distinzione tra categorie. Affermare il contrario, del resto, non sarebbe funzionale ad alcuno scopo, né sul piano del sistema delle norme né su quello degli interessi tutelati. E ben potrebbe essere superato, in ogni caso, mediante la previsione statutaria di una categoria composta da una sola quota, differenziata da un diritto di scarsa rilevanza, conseguendo così il medesimo risultato, ma con un sistema decisamente poco sensato;

(iv) l’ultimo passaggio interpretativo consente di applicare la dematerializzazione anche per le quote o le categorie di quote *prive di indicazione del valore nominale*, purché rappresentanti la medesima “frazione del capitale sociale”, analogamente a quanto dispone, per le azioni, l’art. 2346, comma 2, c.c.; è una fattispecie peculiare (la cui legittimità è stata affermata nella precedente massima n. 205 in data 25 ottobre 2022), nella quale sarebbe comunque presente il connotato della uguaglianza della misura, sebbene non espressa dal valore nominale delle quote.

4. – La massima affronta quindi due aspetti più marginali, ma comunque rilevanti.

Il primo aspetto riguarda il diritto di recesso, in caso di introduzione o rimozione della clausola statutaria che prevede la dematerializzazione delle quote. Pur trattandosi di una decisione che incide sulla partecipazione dei soci e sulle modalità di esercizio dei diritti sociali – ragion per la quale è necessaria, come si diceva in principio, una modificazione dello statuto di competenza dell’assemblea dei soci, con relative maggioranze e regole formali, di controllo e di pubblicità – non integra si tratta invero alcuna causa di recesso dei soci che non concorrono alla delibera. La modifica statutaria, infatti, attiene alla “forma” della partecipazione sociale (*rectius* alla tecnica di legittimazione e di circolazione), e non già al suo contenuto, né ai limiti alla circolazione.

Il secondo aspetto concerne invece il rapporto tra il regime della forma scritturale, ora disciplinato dall’art. 26, commi 2-bis e seguenti, d.l. 179/2012, e quello della c.d. “circolazione intermediata”, previsto e disciplinato dall’art. 100-ter TUF, ai fini dell’offerta di quote di s.r.l. PMI mediante piattaforme di crowdfunding. Il sistema venutosi a creare in seguito all’art. 3 della Legge Capitali sembra consentire le seguenti affermazioni: (i) per un verso, i due regimi non sono tra loro incompatibili, nel senso che ben possono darsi diverse “forme” per diverse categorie di quote nell’ambito della me-

desima s.r.l. PMI, alcune dematerializzate, ex art. 83-bis e seguenti TUF, e altre assoggettate alla circolazione intermediata, ex art. 100-ter TUF, così come può ben darsi il caso in cui l'una e l'altra forma della dematerializzazione e della circolazione intermediata coesistano con il regime ordinario di circolazione e legittimazione delle quote, basato sull'art. 2470 c.c.; (ii) per altro verso, non sembra che si possa più sostenere che l'unico regime idoneo per assoggettare le quote di s.r.l. ad offerte al pubblico tramite piattaforme di *crowdfunding*, ai sensi dell'art. 100-ter TUF sia quello della circolazione intermediata, di cui alla norma stessa, posto che anche il regime della dematerializzazione soddisfa i requisiti richiesti ai fini del *crowdfunding* (e in particolare dall'art. 10, Regolamento UE 2020/1503 del Parlamento europeo e del Consiglio, emanato il 7 ottobre 2020, relativo ai fornitori europei di servizi di *crowdfunding* per le imprese).

Nota Biografica

1. – Sulle quote dematerializzate di s.r.l. si vedano: R. LENER, *Cosa sta succedendo alle quote di srl?*, in *Quaderni Assosim*, 2023, 13 ss.; P. AGSTNER, *Le s.r.l. aperte: uno sguardo comparatistico*, in *Rivista ODC*, 2024, 198 ss.; F. ANNUNZIATA, *Dematerializzazione delle quote di piccole e medie imprese*, *Commento sub art. 3*, in *Commentario alla Legge Capitali*, Legge 5 Marzo 2024, n. 21, a cura di P. MARCHETTI e M. VENTORUZZO, Pisa, Pacini Editore, 2024, 6 ss.; ASSONIME, *Circolare n. 6 del 13 marzo 2024*, in *Riv. not.*, 2024, 551 ss.; F. BRIZZI, *La dematerializzazione delle quote di S.r.l. PMI*, in *Soc.*, 2024, 785 ss.; I. CAPELLI, *La dematerializzazione delle quote di s.r.l. (art. 3)*, in *Giur. it.*, 2024, 2491 ss.; M. CIAN, *Le quote dematerializzate di S.r.l.*, in *Riv. dir. civ.*, 2024, 291 ss.; ID., *Un nuovo vulnus all'identità tipologica della s.r.l.*, in *Giur. comm.*, 2024, 505 ss.; ID., *La dematerializzazione delle partecipazioni di società a responsabilità limitata (art. 3 l. 21/2024)*, Studio CNN n. 42/2024/I, approvato dalla Commissione Studi d'Impresa il 22 marzo 2024; F. CIRIANNI, *Focus sulle novità di interesse notarile in materia di obbligazioni, titoli di debito e quote dematerializzate nella "Legge Capitali"*, in *Riv. not.*, 2024, 903 ss.; C. CLERICI, *Legge Capitali: principali novità di interesse notarile*, in *Notariato*, 2024, 242 ss.; S. CORSO, *Dematerializzazione delle quote di piccole e medie imprese*, *Commento sub art. 3*, in *Legge Capitali* (5 marzo 2024, n. 21), *Commentario*, a cura di G. MARTINA, M. RISPOLI FARINA e V. SANTORO, Torino, Giappichelli, 2024, 25 ss.; S. CORSO e A. LAU-DONIO, *Le s.r.l. aperte al mercato tra crowdfunding e sperimentazione di nuovi ambienti digitali*, in *Rivista ODC*, 2024, 119 ss.; S. FORTUNATO, *La "legge capitali": the race to the bottom, ovvero ancora un passo indietro sulla tutela dei risparmiatori?*, in *Giur. comm.*, 2024, 509 ss.; E. FREGONARA, *Dematerializzazione delle quote di s.r.l. PMI: diritti sociali e libro soci (art. 3)*, in *Giur. it.*, 2024, 2494 ss.; ID., *La dematerializzazione delle quote di piccole e medie imprese*, in *Riv. soc.*, 2024, 754 ss.; R. LENER, *Dematerializzazione e digitalizzazione di strumenti finanziari. Le quote di s.r.l.*, in *Rivista ODC*, 2024, 822 ss.; ID., *Nuove quote o nuova s.r.l.? Pensare prima di legiferare*, in *An. giur. econ.*, 2024, 29 ss.; P. SPOLAORE, *La partecipazione in s.r.l. tra crowdfunding e dematerializzazione*, in *Rivista ODC*, 2024, 175 ss.

2.– Sulla necessità di un'apposita clausola statutaria per l'adozione della dematerializzazione delle quote di PMI si vedano: CIAN, *La dematerializzazione*, cit., 5, in virtù dell'applicazione analogica di quanto previsto dall'art. 2346 c.c. per le azioni di s.p.a. (per le quali non sia prevista la dematerializzazione obbligatoria ex art. 83-bis t.u.f.); CIRIANNI, op. cit., 909; CLERICI, op. cit., 245.

3. – La possibilità di dematerializzare le quote c.d. "ordinarie" è sostenuta da: ASSONIME, op. cit., 563; CLERICI, loc. cit.; CORSO e LAUDONIO, op. cit., 167. In termini possibilistici si esprimono anche: CIRIANNI, loc. cit.; FREGONARA, *Dematerializzazione*, cit., 2495; ID., *La dematerializzazione*, cit., 760. Di contrario avviso, invece: CAPELLI, op. cit., 2492; CIAN, *Le quote dematerializzate*, cit., 301; ID., *Un nuovo vulnus*, cit., 507; ID., *La dematerializzazione*, cit., 4, il quale ritiene che le quote c.d. "ordinarie" debbano caratterizzarsi per la presenza dei diritti e delle caratteristiche individuate dal codice civile e per-tanto, in ossequio al principio consacrato nell'art. 2468 c.c., le quote "ordinarie" non possono essere soggette al regime di circolazione cartolare.

L'ammissibilità della dematerializzazione di tutte le categorie di quote è affermata da: CIRIANNI, loc. cit.; CLERICI, loc. cit. Secondo FREGONARA, in *Dematerializzazione*, loc. cit. e in *La dematerializzazione*, loc. cit., il nuovo dettato normativo "non impone una composizione mista [di una o più categorie di quote dematerializzate e di una o più categorie di quote non dematerializzate, ndr]" né vieta la possibilità di avere tutte categorie di quote che circolano in forma scritturale". È invece negata da: ASSONIME, op. cit., 565; CAPELLI, loc. cit.; CIAN, *Le quote dematerializzate*, cit., 300; ID., *Un nuovo vulnus*, loc. cit.; ID., *La dematerializzazione*, loc. cit. (il quale afferma che "*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" piena; 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*"); CORSO, op. cit., 27. Infine, si segnala l'osservazione di LENER, *Cosa sta succedendo alle quote di srl?*, cit., 14, il quale evidenzia come l'eventuale scelta di mantenere un "*doppio binario circolatorio*" comporterebbe degli oneri importanti a carico dell'emittente, in contrasto con le finalità semplificatorie dell'intervento normativo.

4. – Sulla spettanza o meno del diritto di recesso per i soci che non concorrano alle deliberazioni aventi ad oggetto l'introduzione o la rimozione del regime di dematerializzazione delle quote si veda CLERICI, *lc. cit.*, la quale ritiene che non spetti il diritto il recesso in quanto *“non si starebbe certo introducendo una limitazione assoluta alla circolazione delle partecipazioni”*.

5. – Sulla coesistenza di categorie di quote dematerializzate e quote (o categorie di quote) assoggettate alla c.d. “circolazione intermediata” ex art. 100-ter TUF si vedano: ANNUNZIATA, *op. cit.*, 7; ASSONIME, *lc. cit.*; CAPELLI, *lc. cit.*; CIRIANNI, *op. cit.*, 910; FREGONARA, *Dematerializzazione*, *lc. cit.*; ID., *La dematerializzazione*, *lc. cit.*

Sull'idoneità della forma scritturale delle quote dematerializzate per sottoporle alle offerte al pubblico attraverso piattaforme di crowdfunding si vedano FREGONARA, *op. ult. cit.*, 763; SPOLAORE, *op. cit.*, 192.

[nota bibliografica a cura di FEDERICO FRANCUCCIO]