

Consiglio Nazionale del Notariato

Studio n.101-2018/I

LA NUOVA DISCIPLINA DELLE (PMI) SOCIETÀ A RESPONSABILITÀ LIMITATA

di Marco Maltoni, Antonio Ruotolo e Daniela Boggiali

(Approvato dalla Commissione Studi d'Impresa il 19/04/2018)

Abstract

Si esaminano gli interventi normativi con cui il legislatore, nell'arco di quattro mesi, ha sostanzialmente riscritto la disciplina delle società a responsabilità limitata, concedendo alle stesse una serie di opportunità, in precedenza riservate al modello azionario, che riguardano tanto il piano organizzativo che quello del finanziamento dell'impresa e della circolazione della partecipazione.

Ciò è avvenuto estendendo alle PMI in forma di s.r.l. le deroghe al diritto societario previste originariamente per le start up innovative e prevedendo un sistema di circolazione delle quote delle piccole e medie imprese e delle imprese sociali costituite in forma di s.r.l. attraverso i portali per la raccolta di capitali, mediante il recepimento della Direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio 15 maggio 2014, n. 2014/65/UE, relativa ai mercati degli strumenti finanziari.

Lo studio definisce, quindi, l'ambito soggettivo di applicazione di tali provvedimenti, attraverso l'analisi della nozione di PMI e l'individuazione delle modalità di accertamento della relativa qualifica.

Dopo una descrizione delle deroghe al diritto societario (estensione alle PMI s.r.l. della possibilità di emettere categorie di quote, riconoscere diritti particolari di voto e offrire al pubblico le quote di s.r.l. PMI), si affronta il tema della circolazione delle quote delle piccole e medie imprese e delle imprese sociali costituite in forma di s.r.l. attraverso i portali per la raccolta di capitali, la quale è oggi disciplinata dal nuovo art. 100-ter TUF, esaminandone le conseguenze sulla legittimazione all'esercizio dei diritti sociali.

Premessa

Con due interventi normativi succedutisi nell'arco di quattro mesi, il legislatore ha sostanzialmente riscritto la disciplina delle società a responsabilità limitata, concedendo alle stesse una serie di opportunità in precedenza riservate al modello azionario che riguardano tanto il piano organizzativo che quello del finanziamento dell'impresa e della circolazione della partecipazione.

Ciò è avvenuto, in particolare,

- da un lato, estendendo alle PMI in forma di s.r.l. le deroghe al diritto societario previste originariamente per le start up innovative; e,

- dall'altro lato, prevedendo un sistema di circolazione delle quote delle piccole e medie imprese e delle imprese sociali costituite in forma di s.r.l. attraverso i portali per la raccolta di capitali, mediante il recepimento della Direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio 15 maggio 2014, n. 2014/65/UE, relativa ai mercati degli strumenti finanziari.

Ne risulta, come si vedrà, un quadro normativo in cui la società a responsabilità limitata, che è il modello più diffuso nel nostro ordinamento, può assumere, per scelta statutaria, connotazioni notevolmente simili a quelle della società per azioni.

La necessità del ricorso a modifiche statutarie, che potenzialmente possono interessare la stragrande maggioranza delle s.r.l. esistenti, implica l'indispensabile intervento notarile.

Per comprendere l'esatta portata delle ricadute della disciplina – contenuta, rispettivamente, nel decreto legge 24 aprile 2017, n. 50 convertito con legge 21 giugno 2017, n. 96, per ciò che concerne le “deroghe al diritto societario”; e nel d.lgs. 3 agosto 2017, n. 129, per ciò che concerne la circolazione della partecipazione – è necessario dapprima chiarirne l'ambito soggettivo di applicazione, tenuto conto del fatto che entrambi i provvedimenti si riferiscono alle PMI¹.

1. Ambito soggettivo di applicazione - la nozione di PMI e l'accertamento della qualifica

1.1 La nozione di PMI

È essenziale, quindi, tentare di individuare la nozione di PMI, concetto cui si riferiscono entrambe le normative richiamate.

Sennonché, per ciò che concerne il d.l. 50/2017 - che “devia”, come si vedrà, le deroghe al diritto societario di cui ai commi 2, 3, 5 e 6 dell'art. 26 del decreto legge 18 ottobre 2012, n. 179 dalle start up innovative alle PMI in forma di s.r.l. – non risulta esservi alcuna definizione di PMI.

Tanto che, in sede di prima lettura della normativa², si era ritenuto di dover far riferimento alla definizione di PMI quale desumibile dalla *Raccomandazione della Commissione Europea del 6 maggio 2003 relativa alla definizione delle microimprese, piccole e medie imprese* (Racc. 2003/361/CE)³. Nozione che è stata a sua volta recepita nella nostra legislazione interna dal Regolamento CONSOB di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, concernente la

¹ Sul tema, di recente, BUSI, *Le modifiche statutarie per la gestione del crowdfunding nelle srl pmi*, in *Società, contr., bil. Rev.*, 2/2018, 6 ss.

² BOGGIALI, PAOLINI, RUOTOLO, *Le novità in tema di PMI in forma di s.r.l. nella Manovra-bis (art. 57, d.l. 24 aprile 2017, n. 50)*, Segnalazione novità normative, in *CNN Notizie* del 27 aprile 2017.

³ In tale contesto, 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 (art. 1). La categoria delle microimprese delle piccole imprese e delle medie imprese (PMI) – definita dall'art. 2 - è costituita da imprese che occupano meno di 250 persone, il cui fatturato annuo non supera i 50 milioni di euro oppure il cui totale di bilancio annuo non supera i 43 milioni di euro. All'interno delle PMI, dunque, si distinguono la *piccola impresa*, cioè 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, e la *microimpresa*, cioè 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 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 e i 43 milioni di totale di bilancio annuo.

disciplina degli emittenti, secondo cui “piccole e medie imprese” sono, appunto, le società che in base al loro più recente bilancio annuale o consolidato soddisfano almeno due dei tre criteri seguenti: 1) numero medio di dipendenti nel corso dell'esercizio inferiore a 250; 2) totale dello stato patrimoniale non superiore a 43 milioni di euro; 3) fatturato annuo netto non superiore a 50 milioni di euro.

Ne risulta un ambito soggettivo estremamente ampio, riferibile alla stragrande maggioranza delle s.r.l. attualmente esistenti.

Nel d.lgs. 129/2017, il legislatore si preoccupa di definire l'ambito di applicazione mediante una serie di modifiche al TUF (d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58) che, da un lato confermano l'utilizzabilità della nozione desumibile dalla Racc. 2003/361/CE, e, dall'altro lato, ampliano, con ulteriori criteri, il concetto di PMI.

Le disposizioni del d.lgs. 129/2017 riguardano le s.r.l. qualificabili come PMI, le cui caratteristiche sono individuate dall'art. 1, lett. *dd*), che sostituisce il comma 5-*novies* dell'art. 1 TUF con il seguente: «5-*novies*. 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».

Per la nozione di piccola e media impresa, l'art. 2 paragrafo 1, lettera (f), primo alinea, del regolamento (UE) 2017/1129, detta due parametri alternativi: «i) 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 43 000 000 EUR e fatturato netto annuale non superiore a 50 000 000 EUR; oppure ii) piccole e medie imprese quali definite all'articolo 4, paragrafo 1, punto 13, della direttiva 2014/65/UE».

Il primo parametro è lo stesso già individuato dalla Racc. 2003/361/CE.

Il secondo rinvia, invece, ai criteri fissati dalla Direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio 15 maggio 2014, n. 2014/65/UE, della quale peraltro il decreto legislativo 129/2017 costituisce attuazione, e che al n. 13 dell'art. 4, definisce “piccola o media impresa” «un'impresa che ha una capitalizzazione di borsa media inferiore a 200.000.000 EUR sulla base delle quotazioni di fine anno dei tre precedenti anni civili».

È, tuttavia, evidente come tale ultima definizione risulti poco idonea a un inquadramento, in tale ambito, delle s.r.l. attualmente esistenti, per le quali appare difficile ipotizzare una capitalizzazione di borsa da determinarsi sulla base delle quotazioni di fine anno almeno sino a quando il sistema di circolazione previsto nel d.lgs. 129/2017 non sarà entrato a pieno regime. Viceversa, la nozione di P.M.I. contenuta nel regolamento (UE) 2017/1129 utilizza dei parametri - gli stessi della Racc. 2003/361/CE - quali il numero dei dipendenti, la consistenza patrimoniale e il fatturato, che sono concretamente riferibili a qualunque tipologia sociale⁴.

⁴ Appare difficile individuare un collegamento tra lo scopo del d.lgs. 129/2017 che, reca l'attuazione della Direttiva n. 2014/65/UE, e la modifica del regime di circolazione delle quote di partecipazione delle s.r.l. PMI che attuata con le modifiche all'art. 100-*ter* TUF. In primo luogo, il d.lgs. 129/2017 estende la nozione di P.M.I. contenuta nella direttiva 2014/65/UE, recependo quella più ampia fissata dal regolamento (UE) 2017/1129, rivolgendosi non solo alle PMI in possesso di almeno due tra i criteri del numero medio di

Dunque, in definitiva, agli effetti dell'applicabilità delle deroghe al diritto comune concesse nell'art.26, commi 2,3, 5 e 6 del DL. 179/2012 è qualificabile come PMI la società a responsabilità limitata che in base al suo più recente bilancio annuale o consolidato soddisfi almeno due dei tre criteri seguenti: 1) numero medio di dipendenti nel corso dell'esercizio inferiore a 250; 2) totale dello stato patrimoniale non superiore a 43 milioni di euro; 3) fatturato annuo netto non superiore a 50 milioni di euro.

Nell'intesa che tale qualificazione come PMI può interessare tanto una società già esistente, la quale potrà così adottare le relative modifiche, quanto una società di nuova costituzione che per definizione è priva di due dei tre parametri di riferimento (dipendenti e fatturato), per una collocazione al di fuori dell'ambito delle PMI.

1.2 L'accertamento della qualifica di PMI

L'effetto di tali nozioni è, comunque, evidente: la stragrande maggioranza delle s.r.l. esistenti possiede i requisiti definitori della PMI, ed è ad esse, quindi, consentito di avvalersi del regime di deroga alle previsioni codicistiche.

Poiché, tuttavia, la possibilità di avvalersi legittimamente delle deroghe al codice civile dipende dalla ricorrenza di tali parametri economici, si pone il problema, per il notaio chiamato ai sensi dell'art. 2436, c.c., ad effettuare il controllo di iscrिवibilità delle deliberazioni importanti le modifiche volte a recepire tali opportunità, di valutarne la sussistenza.

Si deve, al riguardo, innanzitutto tener conto del fatto che la qualifica di PMI a differenza di quella di start up innovativa, non dipende né è evincibile da alcuna iscrizione del Registro delle Imprese.

Decisive sono, invece, le risultanze del bilancio di esercizio:

- per verificare il fatturato annuo (non superiore a € 50.000.000) occorre prendere in esame il conto economico (art. 2425, c.c.), e precisamente quanto riportato alla lettera A 1).
- il totale dell'attivo patrimoniale (non superiore a € 43.000.000) si ricava dallo stato patrimoniale (art. 2424 c.c.), numero finale complessivo dopo i "Ratei e risconti";

dipendenti inferiore a 250, dello stato patrimoniale non superiore a 43.000.000 di euro e del fatturato annuo netto non superiore a 50.000.000 di euro, ma anche alle PMI con capitalizzazione di borsa media inferiore a 200.000.000 di euro sulla base delle quotazioni di fine anno dei tre precedenti anni civili (l'ampliamento della nozione di PMI viene giustificato in ragione dell'obiettivo di agevolare l'accesso delle PMI al finanziamento nei mercati dei capitali nell'Unione, come si evince dal *considerando* 51 del regolamento, secondo cui «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»).

In secondo luogo, la Direttiva n. 2014/65/UE, di cui il d.lgs. 129/2017 costituisce attuazione, contiene sì alcune disposizioni che possono ricondursi alla materia della negoziazione tramite portali *ex art. 100-ter*, TUF, ma non si rinviene alcuna disposizione che disciplini la tipologia dei soggetti le cui partecipazioni possano essere negoziate con un sistema come quello previsto dall'*art. 100-ter* TUF, se non quella relativa alla piccola o media impresa, il che tuttavia non impone l'estensione del regime circolatorio "parazionario" così come attuato nel decreto legislativo.

- il numero medio dei dipendenti (inferiore a 250) è indicato nella nota integrativa (art. 2427, c.c.), al n. 15. In alternativa si può chiedere una dichiarazione del consulente del lavoro.

Si tratta di un accertamento essenziale, dato che le adottande modifiche presuppongono la qualificazione della s.r.l. che intende procedervi come PMI.

Se, quindi, la sussistenza dei requisiti per la qualificazione come PMI è presupposto per l'iscrivibilità della delibera, sembra opportuno che a tal fine alla dichiarazione di parte – eventualmente nella forma della dichiarazione sostitutiva dell'atto di notorietà – si accompagni sempre un riscontro da parte del notaio della sussistenza di detti requisiti, riscontro che può essere effettuato sulla base delle predette voci di bilancio.

Sul piano redazionale, l'affermazione del Presidente dell'assemblea con cui si dichiara la ricorrenza dei presupposti che consentono di qualificare la società come PMI dovrebbe, quindi, essere accompagnata dall'autonoma verifica da parte del notaio della ricorrenza dei suddetti requisiti mediante le risultanze del bilancio di esercizio.

2. Il d.l. 50/2017: le deroghe al diritto societario

L'art. 57 del decreto legge 24 aprile 2017, n. 50 (*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*) rubricato *Attrazione degli investimenti*, introduce alcune modifiche all'art. 26 del decreto legge 18 ottobre 2012, n. 179 (*Ulteriori misure urgenti per la crescita del Paese*), convertito in legge 17 dicembre 2012, n. 221.

La norma oggetto di intervento, in materia di *start-up innovative*, contiene una serie di *deroghe al diritto societario*⁵.

In particolare, le modifiche, che riguardano direttamente i commi 2, 5 e 6 dell'art. 26 e, di riflesso, anche il comma 3, consistono nella sostituzione delle parole "start-up innovative" e "start-up innovativa" con l'espressione "PMI".

Per l'effetto, la novità normativa consiste nell'estendere la disciplina specificamente considerata (come accennato, i commi 2, 3, 5 e 6 dell'art. 26), originariamente dettata per le sole s.r.l. start-up innovative alle PMI costituite in forma di s.r.l.

La tecnica normativa è quella della "sostituzione" dell'espressione "start-up innovativa/e" con quella PMI: è invero piuttosto remota l'ipotesi che una s.r.l. start up innovativa non abbia le caratteristiche della PMI, e che quindi la disciplina derogatoria del codice civile di cui ha potuto sin qui fruire non sia più ad essa applicabile.

Ciò non fosse altro perché tra i requisiti per accedere alla disciplina della start up innovativa, l'art. 25, comma 2, lett. d) del d.l. 179/2012 prevede che «a partire dal secondo anno di attività della start-up innovativa, il totale del valore della produzione annua, così come risultante dall'ultimo

⁵ Per alcune considerazioni sull'impatto sistematico di tali norme sulla disciplina del tipo s.r.l., MALTONI, *La Srl start-up innovativa*, in *Le nuove Srl. Aspetti sistematici e soluzioni operative*, Quaderni della Fondazione del Notariato, 1/2014, 193 ss.; PAOLINI, *Della Srl – start up innovativa (ovvero della Srl transtipica)*, in *Le nuove Srl. Aspetti sistematici e soluzioni operative*, Quaderni della Fondazione del Notariato, 1/2014, 199 ss.

bilancio approvato entro sei mesi dalla chiusura dell'esercizio, non è superiore a 5 milioni di euro», ben al di sotto della soglia indicata nella definizione di PMI.

Merita segnalare come, con riguardo all'insieme di norme derogatorie alla disciplina di diritto comune che avevano come destinatario originale la sola start up innovativa, la dottrina avesse distinto tra deroghe temporanee ed automatiche e deroghe opzionali ad effetti permanenti⁶.

Le prime erano e sono tuttora destinate ad essere efficaci solo per il periodo nel quale la società mantiene la qualità di start-up innovativa, ed operano – eccettuata quella di cui al comma 7 dell'art. 26 - senza necessità di alcuna previsione esplicita nello statuto.

Si tratta di norme, contenute nei commi 1⁷, 7⁸ e 8⁹ dell'art. 26 e nell'art. 31¹⁰ del d.l. 179/2012) che oggi sono riferibili alle sole start up innovative e non alle PMI s.r.l. in generale.

Le seconde (contenute nei restanti commi dell'art. 26), hanno effetti permanenti¹¹: si tratta di deroghe opzionali, di cui una società potrebbe anche decidere di non avvalersi, che richiedono una espressa scelta statutaria, originariamente espressamente dettate per le start up innovative in forma di s.r.l. e che sono ormai riferibili alle PMI s.r.l.

A tale riguardo, il riferimento agli “effetti permanenti” può avere ancora una valenza, laddove si consideri l'ipotesi della s.r.l. che, originariamente in possesso dei requisiti per la qualificazione come PMI, li abbia successivamente persi: la perdita della qualifica non implica che la società debba intervenire sullo statuto (per esempio, al fine di eliminare la categorizzazione delle quote: v.

⁶ PAOLINI, *Della Srl – start up innovativa (ovvero della Srl transtipica)*, cit.

⁷ Si tratta della previsione relativa alla posticipazione di un anno dei termini di cui agli artt. 2446-2447 e 2482-bis e 2482-ter, c.c.: infatti, nelle start-up innovative il termine entro il quale la perdita deve risultare diminuita a meno di un terzo stabilito dagli articoli 2446, comma secondo, e 2482-bis, comma quarto, del codice civile, è posticipato al secondo esercizio successivo; inoltre, nelle le start up che si trovino nelle ipotesi previste dagli articoli 2447 o 2482-ter del codice civile l'assemblea convocata senza indugio dagli amministratori, in alternativa all'immediata riduzione del capitale e al contemporaneo aumento del medesimo a una cifra non inferiore al minimo legale, può deliberare di rinviare tali decisioni alla chiusura dell'esercizio successivo; pertanto, fino alla chiusura dell'esercizio successivo non opera la causa di scioglimento della società per riduzione o perdita del capitale sociale di cui agli articoli 2484, primo comma, punto n. 4), e 2545-duodecies del codice civile. Se entro l'esercizio successivo il capitale non risulta reintegrato al di sopra del minimo legale, l'assemblea che approva il bilancio di tale esercizio deve deliberare ai sensi degli articoli 2447 o 2482-ter del codice civile.

⁸ Nel novero delle disposizioni il cui ambito applicativo è stato “deviato” dalla start up innovativa alla PMI s.r.l. non rientra, infatti, il comma 7 dell'art. 26 che consente alle società di cui all'art. 25, comma 2 (e, dunque, alle start up innovative in forma di s.r.l.), l'emissione, a seguito dell'apporto di soci o di terzi anche di opera o servizi, di strumenti finanziari partecipativi forniti di diritti patrimoniali o anche di diritti amministrativi, escluso il voto nelle decisioni dei soci ai sensi degli artt. 2479 e 2479-bis c.c. Da notare l'analogia con la disciplina delle s.p.a.: l'art. 2346, comma 6, che consente alla s.p.a., a seguito dell'apporto da parte dei soci o di terzi anche di opera o servizi, di emettere strumenti finanziari forniti di diritti patrimoniali o anche di diritti amministrativi, escluso il voto nell'assemblea generale degli azionisti. Senonché nella s.p.a. l'esclusione dal voto non è assoluta, ai sensi dell'art. 2351, comma 5, gli strumenti finanziari delle s.p.a. possono esser dotati del diritto di voto su argomenti specificamente indicati e in particolare può essere ad essi riservata, secondo modalità stabilite dallo statuto, la nomina di un componente indipendente del c.d.a o del consiglio di sorveglianza o di un sindaco. Si tratta dell'unica disposizione “derogatoria” rimasta prerogativa delle sole start up innovative che richiede un intervento statutario e che non trova applicazione automatica.

⁹ Riguardante l'esonero dal pagamento dell'imposta di bollo e dei diritti di segreteria dovuti per gli adempimenti relativi alle iscrizioni nel registro delle imprese, nonché dal pagamento del diritto annuale dovuto in favore delle camere di commercio.

¹⁰ La start-up innovativa non è soggetta a procedure concorsuali diverse dalla disciplina del sovraindebitamento.

¹¹ Anche per tali deroghe si discorreva di temporaneità, riferibile tuttavia non agli effetti, bensì alla circostanza che la società se ne sarebbe potuta avvalere, mediante espressa scelta statutaria, solo per il periodo in cui era qualificabile come start up innovativa; ma una volta venuta meno la qualità di start up innovativa, non per questo gli effetti delle deroghe introdotte sarebbero venuti meno. Così, ad esempio, create diverse categorie di quote nel periodo in cui la società era qualificata come start up innovativa, venuta meno tale qualifica, il capitale avrebbe continuato ad esser suddiviso in diverse categorie, non destinate a cessare con la cessazione della qualità di start up innovativa.

subito *infra*), trattandosi di deroghe che manterranno la loro efficacia¹², per gli effetti già prodotti, anche laddove la s.r.l. non sia più PMI¹³.

2.1 L'estensione alle PMI s.r.l. della possibilità di emissione di categorie di quote e diritti particolari di voto (art. 26, commi 2 e 3, d.l. 179/2012)

La sostituzione, al comma 2, del termine “start up innovativa” con quello PMI comporta l'estensione alle s.r.l. PMI della possibilità di creare categorie di quote (“*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*”).

Per l'effetto, stante il riferimento contenuto nel comma 3 alle società di cui al comma 2, viene estesa alle s.r.l. PMI anche la possibilità di creare categorie di quote prive del diritto di voto o con voto non proporzionale o diritti particolari con voto non proporzionale alla partecipazione o condizionato (“*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*”).

La dottrina largamente maggioritaria ritiene che la disciplina del codice civile escluda l'ammissibilità della creazione di “categorie di quote”, anche sulla scorta della relazione al d.lgs. n. 6/2003, e tenuto altresì conto del fatto che a tal fine la “categoria” non sembra possa esser legittimata dal tenore del comma 3 dell'art. 2468 c.c. – relativo ai particolari diritti – che, riferendosi ai “singoli soci” esprime l'accentuazione in senso personalistico della partecipazione sociale e, quindi, la sua soggettivizzazione.

Un riferimento perfettamente coerente al sistema nel quale è inserito l'art. 2468 e che vale ad escludere la possibilità di immaginare che l'attribuzione di particolari diritti conduca alla creazione

¹² PAOLINI, *Della Srl – start up innovativa (ovvero della Srl transtipica)*, cit., la quale propone la categoria delle “deroghe transitorie con effetti permanenti”; parafrasandone le considerazioni espresse con riguardo alle start up innovative, riadattate alle PMI, una volta venuta meno la qualifica di PMI, «è pur vero che non si potranno più emettere strumenti finanziari, o creare categorie di quote, ma naturalmente (e la stessa previsione normativa dispone espressamente in tal senso) per le quote e gli strumenti partecipativi già emessi le relative clausole dell'atto costitutivo, anche in deroga alla disciplina generale della Srl, manterranno la loro efficacia. Ne consegue che la società che ha emesso questi titoli resterà per sempre una Srl, in un certo modo, “snaturata”: una sorta di Srl, si diceva, transtipica».

¹³ Più in generale, può rilevarsi come l'individuazione, all'interno dell'art. 26, di diversi destinatari delle singole previsioni derogatorie, insieme con il permanere dell'esenzione per le start up innovative dalle procedure concorsuali diverse dal sovraindebitamento, produce due effetti. Il primo, per le stesse start up innovative, rappresentato da una limitazione, più coerente con la stessa terminologia definitoria, di quasi tutte – (l'eccezione è, infatti, rappresentata dalla possibilità di emettere, a seguito dell'apporto di soci o di terzi anche di opera o servizi, strumenti finanziari partecipativi ai sensi dell'art. 26, comma 7) le deroghe al diritto comune ad esse specificamente dedicate alla fase iniziale dell'attività (moratoria dei termini in caso di perdite, esenzione dalle procedure concorsuali, agevolazioni fiscali), tenuto conto anche della barriera temporale (massimo cinque anni) per la fruizione del regime speciale. Il secondo, come accennato, per le PMI s.r.l. – la maggior parte delle s.r.l. esistenti – rappresentato dalla possibilità di fruire, per scelta statutaria, di una serie di opzioni, sino ad oggi riservate alle s.p.a., che si andranno ora ad esaminare nel dettaglio.

di categorie di quote, obiettivamente dotate di diritti particolari¹⁴, diversi da quelli inerenti le altre partecipazioni, a prescindere dalle persone dei rispettivi titolari¹⁵.

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.

Dunque, l'art. 26, non a caso rubricato come "deroghe al diritto societario", sovrverte - inizialmente rispetto alle sole s.r.l. start-up innovative, attualmente con riferimento a tutte le PMI s.r.l. - la regola della inammissibilità di "categorie di quote", regola che oggi, per effetto dell'estensione indicata, può essere derogata dalla stragrande maggioranza delle società a responsabilità limitata.

Meno "eversiva" – se non per il riferimento, anche qui, alla "categoria di quote" – appare invece la previsione di cui al comma 3, posto che la dottrina e la prassi notarile sono prevalentemente favorevoli alla derogabilità del principio di proporzionalità del diritto di voto di cui all'art. 2479, comma 5, c.c., che costituiva l'ostacolo principale alla ammissibilità di un diritto particolare di voto più (o meno) che proporzionale alla partecipazione¹⁶.

Entrambe le previsioni si connotano per una notevole analogia con la disciplina del modello azionario.

In particolare, con riferimento al comma 2, l'avvicinamento alla disciplina della s.p.a. si coglie dal raffronto con l'art. 2348, comma 2, c.c., che si riferisce alla creazione di "categorie di azioni fornite di diritti diversi In tal caso la società, nei limiti imposti dalla legge, può liberamente determinare il contenuto delle azioni delle varie categorie".

Quanto alla previsione del comma 3, invece, l'analogia concerne, per ciò che riguarda la creazione di categorie di quote prive di diritto di voto o con voto limitato, il disposto dell'art. 2351, comma 2, c.c., che in materia di s.p.a. ammette la creazione di 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.

Mentre, sempre con riferimento al comma 3 dell'art. 26, per ciò che concerne le categorie di quote con voto non proporzionale alla partecipazione, l'analogia è con l'art. 2351, comma 3, c.c. in forza del quale nella s.p.a. è possibile prevedere che, in relazione alla quantità di azioni possedute da uno stesso soggetto, il diritto di voto sia limitato ad una misura massima o scaglionato; e con

¹⁴ MALTONI, *La partecipazione sociale*, in Caccavale, Magliulo, Maltoni, Tassinari, *La riforma della società a responsabilità limitata*, Milano, 2007 173 s.

¹⁵ GUERRERA, *Le modificazioni dell'atto costitutivo - Profili generali*, in *Trattato delle s.r.l.*, diretto da C. Ibba e G. Marasà, vol. IV, Padova, 2008

¹⁶ V., sul punto, la Massima della Commissione società del Consiglio Notarile di Milano, n. 138. *Voto non proporzionale nelle s.r.l. (art. 2479, comma 5, c.c.)* del 13 maggio 2014; GUGLIELMO – SILVA, *I diritti particolari del socio. Ambito oggettivo di applicazione e fattispecie*, Studio n. 242-2011/I, in *Studi e materiali*, 2012, 91 ss.

l'art. 2351, comma 4, che nella s.p.a. consente la creazione di azioni con diritto di voto plurimo (fino a un massimo di tre voti) anche per particolari argomenti o subordinato al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative.

Le affinità sin qui evidenziate con la disciplina azionaria (ma tutte le deroghe contenute nell'art. 26 trovano un corrispondente nelle norme in materia di s.p.a.) pongono il problema della applicabilità in via analogica dei limiti dettati in materia per le azioni: si noti come, con riferimento al comma 2 dell'art. 26, il richiamo ai *limiti imposti dalla legge* sia testuale (così come è testuale nel corrispondente art. 2348, comma 2, c.c.).

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 sociale¹⁷.

La questione, qui solo accennata e che merita di esser trattata in altra sede, è destinata anche a riflettersi sull'ipotesi che, una volta scelta la via della categorizzazione delle quote, questa possa riguardare l'intero capitale, se cioè possa o meno coinvolgere tutte le partecipazioni al rapporto.

In dottrina v'è chi ha recentemente affermato come la categorizzazione delle quote, nelle s.r.l. PMI, possa esser solo parziale¹⁸, il che potrebbe esser coerente proprio con l'applicazione per analogia del limite del comma 2 dell'art. 2351, c.c.

E, tuttavia, non si vede perché, una volta rispettato detto limite con riferimento alle quote prive di diritto di voto o con voto limitato, la restante parte del capitale non possa esser rappresentato da categorie di partecipazione con caratteristiche diverse da quelle del comma 2 dell'art. 26.

In senso opposto si è rilevato come non sembra vi siano ostacoli per scelte dell'autonomia statutaria che scompongano in unità omogenee di partecipazione – poi suscettibili di essere “categorizzate” – solo una parte del rapporto sociale.

Ciò, ad esempio, potrebbe esser effetto di un'operazione di aumento del capitale nominale a pagamento, che lascerebbe intatte le quote preesistenti ragguagliate alle persone (sempre “quote” in quanto misure – espresse in termini monetari, frazionari o percentuali - della partecipazione di ciascun socio all'intero rapporto)¹⁹.

2.2 L'offerta al pubblico delle quote di s.r.l. PMI (art. 26, comma 5, d.l. 179/2012)

¹⁷ BIONE, *Le azioni*, in *Tratt. Colombo – Portale*, 2,*, Torino, 1994, 56.

¹⁸ ABRIANI, *Strumenti finanziari partecipativi e categorie di quote nelle s.r.l. start up innovative PMI*, Relazione al Convegno organizzato dal Consiglio Notarile di Milano e dalla Scuola di Notariato della Lombardia, *Strumenti finanziari partecipativi e operazioni sul capitale: prassi societaria e orientamenti interpretativi*, Milano, 10 novembre 2017.

¹⁹ MALTONI, *La Srl start-up innovativa*, in *Le nuove Srl. Aspetti sistematici e soluzioni operative*, Quaderni della Fondazione del Notariato, 1/2014, 195, s.

Il comma 5, sempre attraverso la tecnica della sostituzione del soggetto cui la norma è destinata, prevede che, in deroga a quanto previsto dall'art. 2468, comma primo, c.c., 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 d.l. 18 ottobre 2012, n. 179, nei limiti previsti dalle leggi speciali.

Attraverso tale disposizione è, quindi, possibile utilizzare lo strumento dell'offerta al pubblico per collocare presso terzi le quote di partecipazione in PMI costituite in forma di s.r.l.

Da notare come la disciplina in questione vada integrata e coordinata con la disposizione introdotta dal d.lgs. 129/2017, che ha inserito nell'art. 100-ter TUF il comma 1-bis.

Sui detti profili si tornerà nel prosieguo.

2.3 La deroga al divieto di operazioni sulle proprie partecipazioni (art. 26, comma 6, d.l. 179/2012)

Il comma 6 dell'art. 26 d.l. 179/2012 esenta, nella sua attuale formulazione, le PMI costituite in forma di società a responsabilità limitata dal divieto di operazioni sulle proprie partecipazioni stabilito dall'art. 2474 c.c., a condizione che 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.

Anche in tal caso si tratta di norma che nelle s.p.a. trova il proprio corrispondente nell'art. 2358, comma 8, che esclude l'applicabilità della disciplina delle operazioni sulle proprie azioni quando queste siano effettuate per favorire l'acquisto di azioni da parte di dipendenti della società o di quelli di società controllanti o controllate.

Poiché la facoltà di operare sulle proprie partecipazioni è consentita laddove ricorra lo scopo di incentivare l'acquisto da parte dei collaboratori dell'impresa, sembra doversi escludere la possibilità di avvalersi della disciplina dettata per le s.p.a. tanto dall'art. 2357 c.c., che consente genericamente l'acquisto di partecipazioni proprie nei limiti degli utili distribuibili e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio regolarmente approvato, quanto dall'art. 2357-bis c.c., sui casi speciali di acquisto delle proprie partecipazioni.

Peraltro, in un'ottica volta ad evitare fenomeni di annacquamento del capitale, congeniti in tali operazioni, in dottrina si è ritenuto applicabile il comma 6 dell'art. 2358 c.c., che limita l'importo complessivo delle quote proprie acquistate e delle somme o delle garanzie prestate agli utili distribuibili e alle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato e impone la costituzione di una riserva indisponibile di pari ammontare²⁰.

3. La circolazione delle quote delle piccole e medie imprese e delle imprese sociali costituite in forma di s.r.l. attraverso i portali per la raccolta di capitali

3.1 Il d.l. 129/2017 e il nuovo art. 100-ter TUF

²⁰ Così, MALTONI, *La Srl start-up innovativa*, cit., 197.

Il d.l. 129/2017 estende a tutte le società a responsabilità limitata qualificabili come piccole o medie imprese il regime di dematerializzazione originariamente previsto per le sole s.r.l. start-up innovative e PMI innovative, in deroga al regime di circolazione delle partecipazioni previsto ordinariamente dall'art. 2470 c.c. (atto con sottoscrizioni autenticate da un notaio) e dall'art. 36 comma 1-bis, del decreto-legge 25 giugno 2008, n. 112, convertito, con modificazioni, dalla legge 6 agosto 2008, n. 133 (atto sottoscritto con firma digitale e iscritto nel registro delle imprese attraverso l'intervento di intermediari autorizzati).

Tale regime di dematerializzazione, già in passato previsto per le sole s.r.l. start-up innovative e PMI innovative, era stato, peraltro, precedentemente esteso anche alle imprese sociali dal comma 8 dell'art. 18 d.lgs. 3 luglio 2017, n. 112, recante *Revisione della disciplina in materia di impresa sociale, a norma dell'articolo 2 (recte: art. 1), comma 2, lettera c) della legge 6 giugno 2016, n. 106*²¹.

In tal modo viene completato il quadro delle novità introdotte dal d.l. 50/2017, che, come in precedenza rilevato, mediante la modifica dell'art. 26, comma 5 del d.l. 179/2012, si è limitato a consentire alle PMI costituite in forma di s.r.l. l'offerta al pubblico delle proprie partecipazioni sociali in deroga al disposto del comma 1 dell'art. 2468, c.c., anche attraverso i portali per la raccolta di capitali di cui all'articolo 30 del d.l. 18 ottobre 2012, n. 179, nei limiti previsti dalle leggi speciali, senza tuttavia introdurre ulteriori deroghe all'ordinario regime di circolazione di tali partecipazioni che, per le s.r.l., può avvenire o per atto con sottoscrizioni autenticate da un notaio ex art. 2470 c.c., o per atto sottoscritto con firma digitale e iscritto nel registro delle imprese attraverso l'intervento di intermediari autorizzati ex art. 36 comma 1-bis, d.l. 112/2008.

L'art. 4, comma 3, del d.lgs. 129/2017 riformula, invece, l'art. 100-ter, TUF, originariamente riferito alle s.r.l. start up innovative, poi alle PMI innovative e successivamente anche alle imprese sociali costituite in forma di s.r.l., estendendo alle s.r.l. PMI il regime circolatorio in esso previsto.

Innanzitutto, la lett. a) del comma 3 dell'art. 4 d.lgs. 129/2017 sostituisce interamente il comma 1 dell'art. 100-ter T.U.F., prevedendo che «Le offerte al pubblico condotte attraverso uno o più portali per la raccolta di capitali possono avere ad oggetto soltanto la sottoscrizione di strumenti finanziari emessi dalle piccole e medie imprese, dalle imprese sociali e dagli organismi di investimento collettivo del risparmio o altre società di capitali che investono prevalentemente in piccole e medie imprese. Le offerte relative a strumenti finanziari emessi da piccole e medie imprese devono avere un corrispettivo totale inferiore a quello determinato dalla Consob ai sensi dell'articolo 100, comma 1, lettera c)».

Cambia, pertanto, l'ambito soggettivo di riferimento dell'emittente gli strumenti finanziari: non più le start up innovative, le PMI innovative, le imprese sociali, gli organismi di investimento collettivo del risparmio o altre società di capitali che investono prevalentemente in start-up innovative e in PMI innovative, ma le piccole e medie imprese e gli organismi di investimento collettivo del risparmio o altre società di capitali che investono prevalentemente in piccole e medie imprese. Viene meno il requisito della "innovatività" e, quindi, si allarga enormemente l'ambito di applicazione della norma.

La previsione, nella sostanza, costituisce un'evoluzione della modifica introdotta con il d.l. 50/2017, che ha reso possibile utilizzare lo strumento dell'offerta al pubblico per collocare presso terzi le quote di partecipazione in PMI costituite in forma di s.r.l. (e non più solo start up, PMI

²¹ Su tale provvedimento, v. RUOTOLO-BOLOGNESI, *La nuova disciplina dell'impresa sociale*, in *CNN Notizie* del 24 luglio 2017.

innovative e imprese sociali), ma, non intervenendo sull'art. 100-ter, non estendeva il regime ivi previsto a tutte le PMI.

La lett. c) del comma 3 dell'art. 4 d.lgs. 129/2017, introduce, poi, un nuovo comma 1-bis, che di fatto ribadisce la deroga all'art. 2468 c.c., attraverso una formulazione pressoché identica a quella contenuta nell'art. 26, comma 5, del d.l. 179/2012, poc'anzi richiamata, con evidente sovrapposizione tra decreto legge e decreto legislativo, in cui si dispone quanto segue: «1-bis. In deroga a quanto previsto dall'articolo 2468, primo comma, del codice civile, le quote di partecipazione in piccole e medie imprese 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, nei limiti previsti dal presente decreto».

Come già evidenziato, l'aver esteso alle PMI costituite in forma di s.r.l. la possibilità che le relative quote di partecipazione costituiscano oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari giustifica la deroga al comma 1 dell'art. 2468 c.c. (*Le partecipazioni dei soci non possono essere rappresentate da azioni né costituire oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari*).

Consequenziale a tale modifiche è l'intervento sul comma 2 dell'art. 100-ter, TUF, con la sostituzione del riferimento alla start up innovativa e alla PMI innovativa con quello alla «piccola e media impresa».

Con la modifica del comma 2-bis si estende a tutte le PMI s.r.l. il regime di dematerializzazione ivi previsto e, conseguentemente, la deroga al regime di circolazione delle partecipazioni previsto ordinariamente dall'art. 2470, c.c. e dall'art. 36, comma 1-bis, del decreto-legge 25 giugno 2008, n. 112: «2-bis. In alternativa a quanto stabilito dall'articolo 2470, secondo comma, del codice civile e dall'articolo 36, comma 1-bis, del decreto-legge 25 giugno 2008, n. 112, convertito, con modificazioni, dalla legge 6 agosto 2008, n. 133, e successive modificazioni, per la sottoscrizione e per la successiva alienazione di quote rappresentative del capitale di piccole e medie imprese e di imprese sociali costituite in forma di società a responsabilità limitata:

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 tramite portale;

b) entro i trenta giorni successivi alla chiusura dell'offerta, gli intermediari abilitati depositano al registro delle imprese una certificazione attestante la loro titolarità di soci per conto di terzi, sopportandone il relativo costo; a tale fine, le condizioni di adesione pubblicate nel portale devono espressamente prevedere che l'adesione all'offerta, in caso di buon fine della stessa e qualora l'investitore decida di avvalersi del regime alternativo di cui al presente comma, comporta il contestuale e obbligatorio conferimento di mandato agli intermediari incaricati affinché i medesimi:

1) effettuino l'intestazione delle quote in nome proprio e per conto dei sottoscrittori, tenendo adeguata evidenza dell'identità degli stessi e delle quote possedute;

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

3) consentano ai sottoscrittori che ne facciano richiesta di alienare le quote secondo quanto previsto alla lettera c) del presente comma;

4) accordino ai sottoscrittori e ai successivi acquirenti la facoltà di richiedere, in ogni momento, l'intestazione diretta a sé stessi delle quote di loro pertinenza;

c) l'alienazione delle quote da parte di un sottoscrittore o del successivo acquirente avviene mediante semplice annotazione del trasferimento nei registri tenuti dall'intermediario; la scritturazione e il trasferimento non comportano costi o oneri né per l'acquirente né per l'alienante; la successiva certificazione effettuata dall'intermediario, ai fini dell'esercizio dei diritti sociali, sostituisce ed esaurisce le formalità di cui all'articolo 2470, secondo comma, del codice civile».

La lett. *f)* del comma 3 dell'art. 4, d.lgs. 129/2017 modifica il comma *2-ter* dell'art. 100-*ter* T.U.F., prevedendo che «Il regime alternativo di trasferimento delle quote di cui al comma 2-bis deve essere chiaramente indicato nel portale, ove sono altresì predisposte apposite idonee modalità per consentire all'investitore di esercitare l'opzione ovvero indicare l'intenzione di applicare il regime ordinario di cui all'articolo 2470, secondo comma, del codice civile e all'articolo 36, comma 1-bis, del decreto-legge 25 giugno 2008, n. 112, convertito, con modificazioni, dalla legge 6 agosto 2008, n. 133, e successive modificazioni».

Viene, poi, sostituito il primo periodo del comma *2-quater* con il seguente: «L'esecuzione di sottoscrizioni, acquisti e alienazioni di strumenti finanziari emessi da piccole e medie imprese ovvero di quote rappresentative del capitale delle medesime, effettuati secondo le modalità previste alle lettere b) e c) del comma 2-bis del presente articolo, non necessita della stipulazione di un contratto scritto».

Viene, infine, abrogato il comma *2-quinquies*, che regolava il regime dell'intestazione delle partecipazioni sociali al momento della perdita della qualifica di start-up innovativa (v. *infra*).

3.2 Il regime di circolazione delle partecipazioni dematerializzate

La modifica dell'art. 100-*ter* TUF estende, dunque, a tutte le PMI il regime facoltativo e alternativo rispetto all'ordinaria disciplina per la sottoscrizione e la circolazione delle quote emesse da s.r.l., del tutto simile al sistema di gestione accentrata degli strumenti finanziari, originariamente concepito, dal d.l. 24 gennaio 2015, n. 3, per le sole start up innovative e per le PMI innovative.

Il procedimento alternativo di sottoscrizione e trasferimento delle quote emesse PMI in forma di s.r.l. coinvolge gli intermediari abilitati all'esercizio dell'attività di negoziazione per conto proprio, esecuzione ordini dei clienti e ricezione e trasmissione ordini e consente che siano gli intermediari stessi a procedere alla sottoscrizione e all'acquisto delle quote in nome proprio ma per conto dei sottoscrittori²², rinviando al termine della campagna di crowdfunding l'iscrizione nel registro delle imprese²³.

²² A tale riguardo, non sfugge alla dottrina la questione se le quote appartengano fiduciariamente all'intermediario e si confondano nel suo patrimonio, se invece costituiscano un patrimonio separato o se, ancora, appartengono ai soci e acquirenti: CIAN, *Le società start up innovative e PMI innovative*, in *Giur. comm.*, 2015, I, 982.

²³ Così GUIZZARDI, *La s.r.l. innovativa*, in Bione – Guidotti – Pederzini, *La nuova società a responsabilità limitata*, appendice di aggiornamento, Milano, 2017, 83, la quale, in nt. 50, sottolinea come tali modalità di circolazione abbiano soprattutto la finalità di semplificare il momento del disinvestimento, prevedendo un metodo meno costoso e più immediato per l'alienazione di quote

Si introduce, quindi, un sistema di circolazione - in maniera del tutto dematerializzata - virtuale delle partecipazioni, che possono circolare ed essere oggetto di sottoscrizione e successivi trasferimenti sulla base di annotazioni presso i registri tenuti dall'intermediario, che rilascia, *medio tempore*, al socio, al sottoscrittore o all'acquirente un documento di legittimazione per l'esercizio dei diritti sociali.

La certificazione comprovante la titolarità delle quote ha natura di puro titolo di legittimazione per l'esercizio dei diritti sociali, è nominativamente riferita al sottoscrittore, non è trasferibile, neppure in via temporanea né a qualsiasi titolo, a terzi e non costituisce valido strumento per il trasferimento della proprietà delle quote (art. 100-ter, comma 2-bis, lett. b), n. 2)).

In ogni caso, ai sottoscrittori e ai successivi acquirenti deve esser riconosciuta la facoltà di richiedere, in ogni momento, l'intestazione diretta a sé stessi delle quote di loro pertinenza.

Pertanto, l'intermediario ha l'onere di regolare definitivamente l'ordine, indicando il sottoscrittore e/o l'acquirente finale nel registro delle imprese una sola volta²⁴.

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.²⁵.

Sino a che non si procede all'intestazione diretta al sottoscrittore o all'acquirente, le modalità di circolazione della partecipazione si connotano per una totale deroga al regime codicistico. Infatti, «l'alienazione delle quote da parte di un sottoscrittore o del successivo acquirente avviene mediante semplice annotazione del trasferimento nei registri tenuti dall'intermediario; la scritturazione e il trasferimento non comportano costi o oneri né per l'acquirente né per l'alienante; la successiva certificazione effettuata dall'intermediario, ai fini dell'esercizio dei diritti sociali, sostituisce ed esaurisce le formalità di cui all'articolo 2470, secondo comma, del codice civile»(art. 100-ter, comma 2-bis, lett. c)).

A tale riguardo, la dottrina, già con riferimento alla disciplina introdotta per le start-up e PMI innovative si era interrogata 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., pur essendo tale sistema documentale del tutto privo dei connotati di accessibilità da parte di terzi, che sono propri invece della pubblicità di impresa e che giustificano la produzione di tale effetto²⁶.

Più in generale, secondo la dottrina da ultimo citata, l'interrogativo di vertice che pone tale disciplina, se cioè le quote dematerializzate siano sostanzialmente attratte al regime di circolazione protetta di cui agli artt. 83-*quinquies* e ss., TUF, si viene poi a riflettere sulla stessa configurazione tipologica della srl e della PMI innovative prima e, si potrebbe oggi aggiungere,

acquisite, che coinvolge l'intermediario nella fase di *exit* del socio investitore, accompagnando questo fino al momento del disinvestimento, e rendendo in tal modo più semplice anche il momento dell'uscita dalla società.

²⁴ Ancora GUIZZARDI, *La s.r.l. innovativa*, cit., 83.

²⁵ ASSONIME, *Circolare n. 6 del 22 febbraio 2016 Le imprese innovative*, in *Riv. not.*, 2016, 171, spec. 2000, secondo cui, ad esempio, «sarà necessario che il mandante metta a disposizione la provvista necessaria per consentire all'intermediario l'esecuzione del mandato (e quindi sottoscrivere ed acquistare le quote di srl), come richiesto dall'art. 1719 c.c.. Il rapporto di mandato degli intermediari per l'acquisto e sottoscrizione di quote di srl nell'ambito del crowdfunding è quindi assimilabile a quello degli intermediari che prestano i servizi di investimento disciplinati dal Tuf».

²⁶ CIAN, *Le società start up innovative e PMI innovative*, cit., 982.

sulla PMI s.r.l. in generale, stante il regime di legittimazione e circolazione completamente indipendente da quello codicistico.

A tal proposito, altra parte della dottrina ha rilevato che «sebbene la novella sembri introdurre una ipotesi di “dematerializzazione” di quote di s.r.l., il sistema alternativo non può essere assimilato alla gestione accentrata di strumenti finanziari dematerializzati ai sensi degli artt. 83 e seg. t.u.f.», e che, invece, «il sistema alternativo di rappresentazione delle quote appare (invero) assimilabile al sistema statunitense di gestione delle azioni depositate in custodia ed amministrazione presso intermediari», assimilabile a «una ipotesi di intestazione fiduciaria c.d. trasparente»²⁷.

V'è chi, peraltro, mostra perplessità rispetto a questo sistema di gestione del trasferimento delle partecipazioni sociali, definendolo «apparentemente dematerializzato», in quanto se, da un lato, dovrebbe comportare una riduzione degli adempimenti formali in materia di circolazione delle quote di talune tipologie di s.r.l., dall'altro lato il nuovo ruolo e, soprattutto, le responsabilità degli intermediari potrebbero rendere la semplificazione «più apparente che reale»²⁸.

3.3. Riflessi sulla legittimazione all'esercizio dei diritti sociali

In sostanza, il regime descritto può esser ricondotto a una sorta di intestazione fiduciaria, che deve essere supportata da un mandato conferito dal sottoscrittore.

Ciò si traduce, comunque, in una diversa modalità di accertamento della legittimazione all'esercizio dei diritti sociali e, più in generale, della titolarità delle quote, non più fondata esclusivamente sulle risultanze del registro delle imprese.

La legittimazione all'esercizio dei diritti sociali da parte del singolo sottoscrittore-mandante avverrà, infatti, sulla base di una certificazione comprovante la titolarità delle quote, che ha natura di mero titolo di legittimazione all'esercizio dei diritti sociali, nominativamente riferita e non trasferibile, né costituente titolo per il trasferimento delle quote.

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.

3.4 L'art. 100-ter TUF: norma a regime e non più “temporanea”

Nella sua formulazione anteriore al d.lgs. 129/2017, il disposto del comma 2-bis dell'art. 100-ter si connotava per il carattere di temporaneità: infatti, la previsione del comma 2-*quinquies*, oggetto di abrogazione nel d.lgs., individuava comunque una *dead line*, rappresentata dal decorso di due

²⁷ Così, DE LUCA, *Crowdfunding e quote “dematerializzate” di s.r.l.? prime considerazioni*, in *Le nuove leggi civili commentate*, 2016, 3.

²⁸ In tal senso, CAGNASSO, *Imprese innovative e nuove fonti di finanziamento*, in *Giur. it.*, 2016, 2297.

anni dalla perdita della qualifica di start-up innovativa, dopo i quali gli intermediari erano tenuti a intestare le quote detenute per conto dei sottoscrittori e degli acquirenti direttamente agli stessi.

Con l'abrogazione di tale comma, si può affermare che il regime alternativo e facoltativo di sottoscrizione e circolazione delle partecipazioni previsto dal comma 2-*bis* dell'art. 100-*bis*, TUF, non abbia più una "naturale scadenza", potendo esser "disattivato" solo quando i sottoscrittori e i successivi acquirenti eserciteranno la facoltà di richiedere l'intestazione diretta a sé stessi delle quote.

Marco Maltoni - Antonio Ruotolo - Daniela Boggiali