



## *La Dematerializzazione delle quote nelle S.r.l. tra normativa e tecnologia: un'analisi delle riforme recenti e delle prospettive future*

di **FRANCESCO SILLA**

**SOMMARIO: SOMMARIO: 1. PREMESSA INTRODUTTIVA. - 2. CONTRASTO TRA ART. 100-TER TUF E 2468 C.C., POSSIBILI CHIAVI DI LETTURA. - 3. CROWDFUNDING PER LE S.R.L. - 4. S.R.L. “APERTE E S.R.L. “CHIUSE”. - 5. QUESTIONI APERTE IN TEMA DI CIRCOLAZIONE DELLE QUOTE. - 6. DEMATERIALIZZAZIONE DELLE QUOTE, TRA 100-TER TUF E LEGGE CAPITALI. - 7. LE QUOTE COME STRUMENTI FINANZIARI DIGITALI. - 8. QUOTE DI S.R.L. *DLT*-BASED. - 9. PANORAMA ITALIANO: IL DECRETO *FINTECH*.**

### **Abstract**

The article examines recent legislative developments regarding the dematerialization of shares in limited liability companies (S.r.l.) in Italy, analyzing the impact of legislative reforms from 2003 to the present. It focuses on the introduction of the possibility for S.r.l.s to access financial markets through crowdfunding and the standardization of shares. The compatibility of these innovations with the existing regulatory framework is discussed, considering both the historical principles of corporate law and new technologies such as Distributed Ledger Technology (DLT). The article explores the challenges and opportunities of dematerialization, highlighting the benefits in terms of transparency and efficiency in the circulation of corporate shares. It concludes by proposing potential future directions for further integration of digital technologies in the regulation of S.r.l.s and their impact on Italian corporate law.

**1. Premessa introduttiva.** Il graduale avvicinamento delle società a responsabilità limitata ai mercati finanziari, avviato cautamente con la riforma del diritto societario del 2003, ha permesso alle s.r.l. di emettere titoli di debito destinati agli investitori professionali. Questa misura, mirata a facilitare l'investimento pubblico tramite l'intermediazione e la garanzia di un investitore professionale soggetto a vigilanza prudenziale (art. 2483 c.c.), è stata successivamente modificata dalla legge “Interventi a sostegno della competitività dei capitali”, 5 marzo 2024, n. 21<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> Cfr. G. CAVALLARO, «*Il Mercato dei Capitali e le Agevolazioni per gli Investimenti in Italia*» Maggioli Editore, 7/2024.

Dal punto di vista del diritto societario, queste innovazioni hanno avuto un impatto significativo<sup>2</sup>. La possibilità di offrire quote al pubblico attraverso portali di *crowdfunding*, inizialmente riservata alle *start-up* e PMI innovative in forma di s.r.l. e successivamente estesa a tutte le piccole e medie imprese, ha rappresentato una novità sostanziale per un tipo di società tradizionalmente riservata a un gruppo ristretto di soci.

Prima della riforma avviata con il d.l. n. 179/2012 sulle *start-up* innovative, la chiusura al mercato era una caratteristica distintiva delle s.r.l. rispetto alle società per azioni<sup>3</sup>. La riforma del diritto delle società di capitali ha mantenuto alcuni capisaldi inviolabili dell'autonomia statutaria delle s.r.l.<sup>4</sup>. In particolare, il carattere chiuso del modello si manifestava attraverso il divieto dell'art. 2468 c.c., che vietava la rappresentazione cartolare delle quote e la loro offerta al pubblico come prodotti finanziari<sup>5</sup>.

La deroga a questo divieto, inizialmente introdotta per le imprese innovative e poi estesa alle s.r.l.-PMI, ha ridotto una delle principali differenze tra

---

<sup>2</sup> In Italia, la raccolta di capitali di rischio e debito tramite portali di *crowdfunding* è stata inizialmente permessa per le *start-up* (d.l. n. 179/2012, convertito in l. n. 221/2012) e le PMI innovative (d.l. n. 3/2015, convertito in l. n. 33/2015). Con il d.l. n. 50/2017 (convertito in l. n. 96/2017), questa possibilità è stata poi ampliata a tutte le PMI, anche quelle non innovative. A livello europeo, l'obiettivo di facilitare l'accesso ai mercati e ai finanziamenti per le piccole e medie imprese è stato stabilito fin dalla Carta Europea per le Piccole Imprese. Successivamente, questo tema è stato approfondito in vari documenti di *soft law* e atti normativi europei. Tuttavia, non esiste un legame diretto e sistematico tra le direttive europee e le riforme legislative adottate in Italia.

<sup>3</sup> Cfr. M. STELLA RICHTER JR, «*La società a responsabilità limitata dalle codificazioni dell'Ottocento al Codice della crisi di impresa*», Riv. Soc., 2019, 645.

<sup>4</sup> G. ZANARONE, «*La s.r.l. a vent'anni dalla riforma del diritto societario*» Giuffrè Francis Lefebvre, 2023, 22 e ss.

<sup>5</sup> Come è noto, oltre al consolidato divieto di emettere quote in forma di azioni, la riforma del 2003 aveva espressamente vietato alle s.r.l. di promuovere sollecitazioni all'investimento riguardanti le proprie quote. Nel 2007, questo divieto è stato modificato (art. 5 d.lgs. n. 51/2007), vietando le offerte pubbliche delle quote come prodotti finanziari. Questa doppia restrizione non è rara a livello europeo; tuttavia, molti Paesi non esplicitano il divieto di offerta pubblica delle quote, limitandosi a vietare la rappresentazione delle quote in titoli di credito o specificando che le quote non possono essere considerate valori mobiliari. L'ordinamento italiano, fino al 2007, vietava esplicitamente alle s.r.l. sia l'emissione di quote sotto forma di azioni che la promozione di investimenti legati alle proprie quote. Tale doppio divieto è stato poi modificato con il d.lgs. n. 51/2007, che ha proibito l'offerta pubblica delle quote come prodotti finanziari. A livello europeo, pur esistendo restrizioni simili, molti Paesi preferiscono vietare semplicemente la rappresentazione delle quote in titoli di credito o affermare che le quote non possono essere considerate valori mobiliari, senza esplicitare il divieto di offerta pubblica.

Cfr. P. AGSTNER, «*Le s.r.l. aperte: uno sguardo comparatistico*», fasc. 1/2024, Orizzonti del Diritto Commerciale, 198 ss.

s.r.l. e s.p.a., richiedendo una nuova considerazione del confine tipologico tra questi due tipi societari<sup>6</sup>.

La recente legislazione sembra aver trovato un equilibrio. Pur mantenendo formalmente il divieto di appello al mercato dell'art. 2468 c.c., ora tutte le s.r.l., indipendentemente dalle dimensioni, possono offrire le loro quote al pubblico, derogando a tale divieto codicistico.

Nessun riferimento ai limiti dimensionali è contenuto nel regolamento europeo<sup>7</sup> sul *crowdfunding*, anche se dai considerando emerge la natura del codice civile, in particolare all'interno del Testo Unico in materia di intermediazione finanziaria, nel testo modificato dell'art. 100-ter TUF che disciplina le offerte al pubblico tramite piattaforme di *crowdfunding*. In occasione dell'adeguamento del diritto interno al detto regolamento europeo, avvenuto con il d.lgs. 10 marzo 2023, n. 30, è stato interamente riscritto l'art. 100-ter TUF, che, prima di tale modifica, rappresentava una delle principali fonti normative in materia di *investment crowdfunding*, insieme all'art. 26 del d.l. 18 ottobre 2012, n. 179, rimasto formalmente invariato<sup>8</sup>.

## **2. Contrasto tra art. 100-ter TUF e 2468 c.c., possibili chiavi di lettura.**

Tra le evoluzioni più significative c'è l'ampliamento della possibilità di ricorrere all'*investment crowdfunding* a tutte le s.r.l., non più limitato solo alle s.r.l.-PMI, come stabiliva il precedente art. 100-ter. Sebbene l'impatto concreto di questa modifica sia minimo in termini di numero di s.r.l. effettivamente coinvolte, si tratta di un cambiamento di grande importanza sistematica a causa della tecnica normativa utilizzata. Infatti, l'art. 100-ter, primo comma, TUF, deroga all'art. 2468, primo comma, c.c. senza specificare a quale fattispecie si applichi tale deroga,

---

<sup>6</sup> Cfr. D. DE FILIPPIS, «S.r.l. PMI «aperta» (quote finanziarie, raccolta di capitale, crowdfunding)», in *Tratt. soc.*, diretto da V. DONATIVI, III, Utet Giuridica, 2022.

<sup>7</sup> Regolamento n. 2020/1503 sul *crowdfunding* («Regolamento ECSP»)

<sup>8</sup> Il secondo e terzo comma prevedevano e continuano a prevedere che soltanto le s.r.l.-PMI abbiano la facoltà di emettere categorie standardizzate di quote, se dal caso prive del diritto di voto o con diritto di voto limitato.

creando una situazione in cui la stessa fattispecie è contemporaneamente vietata (art. 2468, primo comma, c.c.) e consentita (art. 100-*ter* TUF)<sup>9</sup>.

Inoltre, le varie interpretazioni possibili per risolvere questa contraddizione hanno differenti implicazioni sulle modalità con cui una s.r.l. può raccogliere capitale di rischio attraverso canali alternativi rispetto alla trattativa privata. Su questo quadro complesso, si inseriscono alcune previsioni della legge capitali (n. 21 del 5 marzo 2024), in particolare l'introduzione della facoltà, riservata alle s.r.l.-PMI, di emettere quote in forma "scritturale" ai sensi dell'art. 83-*bis* TUF, purché standardizzate<sup>10</sup>. Questo *opt-in* ha conseguenze doppie: interagisce con il regime normativo dell'*investment crowdfunding* e solleva interrogativi circa un possibile ampliamento delle possibilità per le s.r.l. di accedere ai mercati finanziari alternativi.

Al fine di affrontare questa apparente antinomia tra l'art. 100-*ter* TUF e l'art. 2468 c.c., è necessario partire dalla constatazione che l'art. 2468, primo comma, c.c. e l'art. 100-*ter*, primo comma, TUF hanno lo stesso perimetro applicativo: il primo dispone che "*le partecipazioni dei soci non possono [essere rappresentate da azioni né] costituire oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari*", mentre il secondo afferma che "*le quote di partecipazione in società a responsabilità limitata possono costituire oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari, anche attraverso le piattaforme di crowdfunding*". Pertanto, come detto, l'offerta "al pubblico" di quote di s.r.l. risulta essere simultaneamente soggetta sia ad un divieto (art. 2468, primo comma, c.c.) sia a una regola abilitativa/deroga (art. 100-*ter*, primo comma, TUF).

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.<sup>11</sup> Tale "divieto" implica(va), precisamente, l'impossibilità

---

<sup>9</sup> Cfr. P. SPOLAORE, «*La partecipazione in s.r.l. tra crowdfunding e dematerializzazione*», fasc. 1/2024, ODC, 175 ss.

<sup>10</sup> Cfr. G. Cavallaro, *op. cit.*, 14 ss.; P. MARCHETTI, M. VENTORUZZO «*Commentario alla legge capitali*» Pacini Giuridica, 2024, 6 ss.

<sup>11</sup> M. CIAN, «*La dematerializzazione delle partecipazioni di società a responsabilità limitata (art. 3 L. 21/2024)*», Studio n.42-2024/I, Consiglio Nazionale del Notariato, n. 59, 27 marzo 2024.

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 TUF)<sup>12</sup>.

Ne deriva quindi che il rapporto tra le due disposizioni configura un'antinomia, piuttosto che una deroga, nonostante l'*incipit* dell'art. 100-ter TUF ("In deroga a quanto previsto dall'articolo 2468, primo comma, del codice civile")<sup>13</sup>. Quest'ultima, infatti, almeno dal punto di vista strettamente letterale, non ha un ambito di operatività più ristretto rispetto alla regola teoricamente derogata, con la conseguenza che non si riesce a rinvenire un rapporto di genere

---

<sup>12</sup> 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.

<sup>13</sup> La dottrina più esperta, come osservato da G. ZANARONE, *op. cit.* 23 ss., evidenzia che non esiste una connessione logica e necessaria tra il divieto di sollecitazione del pubblico risparmio e il divieto di rappresentare le partecipazioni attraverso azioni. Il divieto di sollecitazione del pubblico risparmio tutela l'interesse collettivo, mentre la regolamentazione dei titoli di credito si occupa di risolvere conflitti tra individui. Di conseguenza, sebbene la standardizzazione delle partecipazioni possa favorire la loro diffusione tra il pubblico, i due concetti operano su piani distinti. Questa separazione è evidente nel diritto inglese, dove, nonostante il divieto per le *private company* di offrire le proprie quote al pubblico, il capitale è suddiviso in azioni, con l'emissione di certificati o *warrant* secondo il principio dell'acquisto a non domino (artt. 768 e 779 del Companies Act inglese del 2006).

Inoltre, Zanarone sottolinea che la possibilità di emettere quote unitarie, identificabili e cumulabili per ciascun socio, renderebbe queste quote più facilmente trasferibili, permettendo alla società di raccogliere risorse senza dover ricorrere al pubblico risparmio.

Questo approccio estende il divieto previsto dall'art. 2468, primo comma, del codice civile alla possibilità di rappresentare le quote come entità di pari valore ai sensi dell'art. 2348 c.c. Il legislatore considera queste entità come azioni, anche quando lo statuto, applicando l'art. 2346, primo comma, c.c., abbia escluso l'emissione dei relativi titoli. Sistemáticamente, questa interpretazione è coerente con la distinzione fatta dalla legge delega (L. n. 366/2001, artt. 3 e 4), secondo la quale la s.r.l. è un tipo societario basato sul "principio della rilevanza centrale del socio", mentre la s.p.a. si basa sulla "rilevanza centrale dell'azione, della circolazione della partecipazione e della possibilità di ricorso al mercato del capitale di rischio". Secondo P. SPADA, in «L'emissione dei titoli di debito nella "nuova" società a responsabilità limitata riformata» in *Rivista delle società*, 2003, p. 801, questa interpretazione vieta la standardizzazione delle partecipazioni, intesa come "divisione del rapporto sociale in partecipazioni uguali, indipendenti dal numero e dalla misura degli aventi diritto". In contrasto, N. DE LUCA, «Partecipazione "azionaria" e tipicità delle società di capitali» in *Rivista di diritto civile*, 2004, II, p. 867, e P. ABBADESSA, nel commento all'art. 2325 in «Società di capitali», a cura di G. NICCOLINI e A. STAGNO D'ALCONTRES, Napoli, Jovene, 2004, vol. I, p. 6, offrono interpretazioni diverse.

a specie tra il divieto e la sua eccezione<sup>14</sup>. Posto che le due previsioni sono gerarchicamente coordinate e non intercorre tra esse un rapporto di genere a specie, l'antinomia andrebbe risolta con l'abrogazione implicita della disposizione cronologicamente precedente incompatibile con quella posteriore: in questo caso, l'art. 2468, primo comma, c.c.<sup>15</sup> Un tale ragionamento, tuttavia, comporta il rischio di incostituzionalità dell'art. 100-*ter* TUF per eccesso di delega da parte del d.lgs. 10 marzo 2023, n. 30, poiché l'abrogazione, anche implicita, del divieto di offerta al pubblico delle quote di s.r.l. rappresenterebbe una modifica radicale di una componente tradizionalmente centrale della disciplina della s.r.l. codicistica.

L'esito di questa soluzione sembra andare oltre i confini della delega rilasciata al Governo con l'art. 5 della legge delega 4 agosto 2022, n. 127 (legge di delegazione europea). I principi ed i criteri direttivi di cui alla disposizione citata non fanno riferimento alla disciplina della s.r.l. codicistica o alla sua modifica, né richiamano espressamente la regolazione dell'offerta di quote di s.r.l. tramite *crowdfunding*, essendo piuttosto incentrati sull'indicazione di recepire il regolamento ECSP nel diritto nazionale.

Per evitare le conseguenze derivanti da una potenziale abrogazione implicita dell'art. 2468, primo comma, c.c., si è proposto di interpretare l'art. 100-*ter* TUF non come un'abrogazione implicita del divieto di offerta al pubblico ex art. 2468, primo comma, c.c., ma come la scelta di rendere questo divieto derogabile mediante apposita clausola statutaria o delibera di aumento di capitale. In questo modo, verrebbero mantenuti due distinti ambiti di operatività: uno per il divieto di offerta al pubblico di cui all'art. 2468, primo comma, c.c. (per tutte le s.r.l., salvo quelle che vi derogano espressamente) e uno per l'art. 100-*ter*, primo comma, TUF (per le s.r.l. che vi derogano espressamente). Così, l'antinomia tra le due disposizioni diverrebbe soltanto apparente<sup>16</sup>.

---

<sup>14</sup> P. SPOLAORE, *op. cit.*, 178.

<sup>15</sup> Cfr. F. BRIZZI, «*Offerta al pubblico e circolazione delle quote in seguito alla novella dell'art. 100-ter TUF: prime riflessioni*», ODC 2023, 909 ss.

<sup>16</sup> P. SPOLAORE, *op. cit.*, 180.

Questa proposta, sebbene sofisticata dal punto di vista argomentativo, non risolve del tutto il problema dell'antinomia tra il dettato codicistico e l'art. 100-ter, primo comma, TUF. Infatti, la decisione di derogare al regime dispositivo diverrebbe una condizione di ammissibilità dell'offerta ex art. 100-ter TUF, avvicinandosi all'idea che la "deroga" valga per ogni s.r.l. che decida di attivarla. Inoltre, è plausibile che tale facoltà venga esercitata ogni volta che una s.r.l. decida di condurre una campagna di *crowdfunding*.

È necessario inoltre valutare attentamente l'impatto della modifica normativa e considerare che l'ambito di applicazione dell'art. 2468, primo comma, c.c., in quest'ordine di idee, sarebbe molto limitato, soprattutto tenendo conto che il divieto di standardizzazione delle partecipazioni sociali è già derogato per le s.r.l.-PMI. Queste ultime infatti, a seguito della legge capitali, possono emettere quote in forma scritturale e standardizzata ai sensi dell'art. 83-bis TUF, con possibili implicazioni per l'accesso ai mercati finanziari alternativi<sup>17</sup>.

Inoltre, nella valutazione di una potenziale incostituzionalità per eccesso di delega dell'ultimo intervento legislativo, emerge il riconoscimento che l'art. 100-ter TUF comporta una significativa alterazione dello *status* normativo dell'art. 2468, primo comma, c.c., applicabile a tutte le s.r.l. senza alcun collegamento diretto con il fenomeno del *crowdfunding*, che costituisce il limite imposto al legislatore delegato.

Questa obiezione si collega all'idea che la "deroga" prevista dall'art. 100-ter TUF riguardi esclusivamente il divieto di offerta al pubblico, lasciando inalterato il divieto di rappresentazione delle quote in azioni. In tale prospettiva, l'art. 2468, primo comma, c.c. conserverebbe il suo significato e ambito normativo, non venendo implicitamente abrogato dall'art. 100-ter TUF. Tuttavia, questa interpretazione non risolverebbe il problema dell'incostituzionalità per eccesso di delega, poiché la modifica coinvolgerebbe tutte le s.r.l., alterando il regime

---

<sup>17</sup> Cfr. D. SCHETTINI «Dematerializzazione delle quote di piccole e medie imprese (Art. 3)» in *Il Mercato dei Capitali e le Agevolazioni per gli Investimenti in Italia*, a cura di G. CAVALLARO Maggioli Editore, 7/2024, 14 ss.

normativo complessivo delle s.r.l., indipendentemente dall'offerta tramite *crowdfunding*.

Inoltre, va osservato che l'ambito di applicazione dell'art. 2468, primo comma, c.c., residuo in questa interpretazione, sarebbe molto limitato. Infatti, il divieto di standardizzazione delle partecipazioni sociali, una delle due componenti del divieto di rappresentazione in azioni, è già derogato per le s.r.l.-PMI dall'art. 26, secondo comma, del d.l. n. 179/2012, convertito in legge il 17 dicembre 2012, n. 221. Questa disposizione consente la standardizzazione delle partecipazioni sociali e, a seguito della legge capitali, permette che tali quote siano sottoposte al regime di dematerializzazione, equiparandole dal punto di vista normativo ai titoli di credito.

In sintesi, il problema della potenziale incostituzionalità per eccesso di delega rimane rilevante, poiché le modifiche apportate dall'art. 100-*ter* TUF alterano significativamente il regime delle s.r.l. come disciplinato dall'art. 2468, primo comma, c.c. La soluzione proposta di interpretare la deroga in modo restrittivo non risolve quindi completamente la questione e potrebbe esporre la normativa a ulteriori rischi di incostituzionalità.

Un differente percorso argomentativo consiste nell'interpretare l'art. 100-*ter*, primo comma, TUF eliminando il termine "anche". Questo comporterebbe che la deroga all'art. 2468, primo comma, c.c. sarebbe consentita alle s.r.l. non in modo generale e indiscriminato, ma esclusivamente attraverso l'offerta di quote su portali autorizzati di *crowdfunding*, mentre il divieto *ex art.* 2468, primo comma, c.c., continuerebbe a valere per l'offerta al di fuori di questi portali. In questa prospettiva, le due disposizioni manterrebbero un autonomo contenuto precettivo, completandosi a vicenda e definendo l'enunciato normativo secondo cui è vietata l'offerta al pubblico di quote di s.r.l. se non tramite *crowdfunding* su portali gestiti da intermediari autorizzati<sup>18</sup>.

Anche prescindendo dal fatto che questa conclusione è suggerita già dalla rubrica dell'art. 100-*ter* ("offerte di *crowdfunding*"), numerosi elementi presenti nel

---

<sup>18</sup> Cfr. S. CORSO, A. LAUDONIO, «Le s.r.l. aperte al mercato tra *crowdfunding* e sperimentazione di nuovi ambienti digitali» in *ODC* 1/2024, 127 ss.



contesto letterale della disposizione e considerazioni di ordine sistematico indirizzano in tal senso.

**3 Crowdfunding per le s.r.l.** Da un punto di vista letterale, è di particolare importanza l'inciso conclusivo dell'art. 100-ter, primo comma, che delimita esplicitamente l'ambito applicativo dell'offerta di quote nei "*limiti previsti dal regolamento (UE) 2020/1503*". Il regolamento ECSP disciplina unicamente le offerte condotte su portali di *crowdfunding* autorizzati e contiene una specifica disposizione volta a permettere, senza imporlo, di offrire anche "strumenti" diversi dai "valori mobiliari", come le quote di s.r.l., che, secondo alcuni diritti nazionali (come quello italiano), non sono di regola suscettibili di offerta al pubblico. Questa previsione non appare casuale, poiché attribuisce agli Stati membri la facoltà di decidere se consentire l'offerta mediante *crowdfunding* di partecipazioni in società diverse dalle azionarie.

L'art. 100-ter, comma decimo, TUF, afferma che "salvo quanto previsto dal presente articolo, le disposizioni del presente Capo non si applicano alle offerte di *crowdfunding*", il che implica che le regole dell'art. 100-ter si rivolgano esclusivamente alle offerte condotte su piattaforme autorizzate, che sono esentate dalla disciplina dell'"offerta al pubblico di sottoscrizione e di vendita" (Capo I). Il fatto che l'art. 100-ter si riferisca esclusivamente alle offerte su piattaforme *online* è confermato anche dalle lettere *a)* e *b)* del suo secondo comma, che presuppongono applicativamente l'"offerta di".

Dal punto di vista sistematico, la presenza di un *corpus* normativo organico (il regolamento ECSP e le relative disposizioni attuative, sia a livello europeo che nazionale) per l'*investment crowdfunding*, rispetto alla tradizionale esclusione delle quote di s.r.l. dall'investimento "sul mercato", indica che l'utilizzo di canali espressamente disciplinati per permettere alle s.r.l. di offrire le proprie quote come prodotti di investimento rappresenta una soluzione appropriata. Ciò è particolarmente rilevante considerando che la normativa europea sul *crowdfunding* mira a garantire il corretto funzionamento del relativo mercato attraverso l'imposizione di obblighi di condotta per i gestori delle piattaforme e

forme di tutela per gli investitori non professionali, distinguendosi così dai mercati finanziari tradizionali.

Ove si accogliesse un simile modo di ragionare, ragioni di coerenza sistematica imporrebbero di giungere ad analoga conclusione anche per quanto riguarda l'interpretazione dell'art. 26, quinto comma, d.l. n. 179/2012, che menziona l'offerta di quote di s.r.l.-PMI "anche" tramite portali, sempre "nei limiti previsti dalle leggi speciali". Questo diventa particolarmente rilevante se si considera che il d.lgs. n. 30/2023, pur introducendo una nuova disciplina del *crowdfunding*, non ha esplicitamente abrogato l'art. 30 del d.l. n. 179/2012, il quale contiene la precedente normativa sullo stesso fenomeno. Pertanto, quest'ultima non può che ritenersi tacitamente abrogata.

Adottando questa logica, l'interpretazione dell'art. 26, quinto comma, d.l. n. 179/2012, dovrebbe seguire la stessa linea di ragionamento applicata all'art. 100-ter TUF, ovvero considerare che l'offerta di quote di s.r.l.-PMI è consentita solo tramite portali di *crowdfunding* autorizzati e nei limiti stabiliti dalle leggi speciali.

Tale coerenza interpretativa è necessaria per mantenere un quadro normativo uniforme e logico, soprattutto in un contesto in cui la regolamentazione del *crowdfunding* è stata recentemente aggiornata.

Inoltre, il fatto che il d.lgs. n. 30/2023 non abbia esplicitamente abrogato l'art. 30 del d.l. n. 179/2012 suggerisce che quest'ultimo sia stato tacitamente superato dalla nuova normativa. Questo implica che le disposizioni precedenti devono essere interpretate alla luce delle nuove regolamentazioni, garantendo che le offerte di quote di s.r.l.-PMI avvengano esclusivamente attraverso canali autorizzati di *crowdfunding* e nei limiti imposti dalle leggi speciali<sup>19</sup>.

Questa interpretazione permette di risolvere eventuali conflitti normativi e di assicurare che le s.r.l.-PMI operino in un quadro regolamentare chiaro e coerente, in linea con le recenti evoluzioni legislative.

Il venir meno, nell'art. 100-ter TUF, del riferimento alla qualifica di PMI come condizione per l'accesso delle società a responsabilità limitata alle piattaforme di

---

<sup>19</sup> Cfr. F. SPOLAORE, *op. cit.*

*crowdfunding* è una soluzione che, pur non necessitata, si allinea con quanto previsto dal regolamento europeo sul *crowdfunding* e, più in generale, con gli obiettivi di sostegno alla crescita delle piccole e medie imprese, miranti a facilitarne l'accesso ai mercati dei capitali e ai canali alternativi di finanziamento.

Il regolamento europeo, infatti, non impone agli Stati membri di ammettere sui portali di *crowdfunding* le offerte relative a quote di "società private a responsabilità limitata", ma nemmeno circoscrive l'accesso alle piattaforme a una particolare tipologia di imprese, né pone limiti dimensionali alle società offerenti. Lascia invece piena discrezionalità ai legislatori nazionali, nella consapevolezza delle differenti discipline di diritto societario quanto alla raccolta sui mercati dei capitali da parte delle società a responsabilità limitata.

Il panorama comparatistico mostra una notevole varietà: nonostante siano soprattutto le piccole e medie imprese in forma di società a responsabilità limitata a fare ricorso al *crowdfunding*, nella maggior parte dei Paesi che hanno regolamentato questo canale di raccolta, le s.r.l. sono soggette al divieto di offerta al pubblico delle quote e al divieto di rappresentazione delle partecipazioni in forma cartolare, comportando maggiori costi e difficoltà nel reperimento di risorse sui mercati dei capitali<sup>20</sup>.

In questo senso, la scelta del legislatore italiano di estendere la possibilità di offerta al pubblico delle quote a tutte le s.r.l. appare legittima e trova conferma in analoghe scelte compiute da altri Paesi. Tuttavia, sul piano del metodo, è discutibile in quanto l'inserimento all'interno del TUF di una previsione così ampia in deroga al diritto comune della s.r.l. avrebbe forse richiesto un diverso coordinamento con la disciplina codicistica.

L'intervento legislativo avrebbe richiesto una riflessione più approfondita sul rapporto tra disciplina speciale e diritto comune della s.r.l., poiché la disciplina speciale, sebbene "in deroga", assume un ambito di applicazione generale, diversamente dalle s.p.a. quotate. Alcuni commentatori hanno proposto

---

<sup>20</sup> Cfr. P. AGSTNER, *op. cit.*, 202 ss. in riferimento alla soluzione prospettata dal Regno Unito per consentire alle private companies, sottoposte al divieto di offerta al pubblico di *shares*. Cfr. anche sul punto S. CORSO, «Le s.r.l. «aperte» al mercato tra governance societaria e diritti dei soci investitori», Giuffrè Francis Lefebvre, 2021.

un'interpretazione dell'art. 100-*ter* TUF per evitare censure di incostituzionalità per eccesso di delega, mantenendo il divieto codicistico di offerta al pubblico delle quote come connotato tipologico della s.r.l., seppur di *default*, e attribuendo a tale previsione una valenza di "norma a inderogabilità relativa".

Tuttavia, sembra evidente che, anche mantenendo al divieto ex art. 2468 c.c. il carattere di connotato tipologico "naturale" della s.r.l., la capacità del divieto di fungere da tratto identitario della s.r.l. si sia ormai azzerata. In pratica, il processo di destrutturazione del tipo societario, avviato con la riforma del 2003 e proseguito con la legislazione dell'ultimo decennio, sembra completato<sup>21</sup>. È necessario riconoscere un modello societario "senza tipo"<sup>22</sup>, articolato dall'autonomia privata tra s.r.l. "chiusa" o "aperta", basato sulla comune disciplina codicistica integrata da disposizioni speciali, per lo più dispositive e facoltative<sup>23</sup>.

Evidenti e ampiamente documentati sono i rischi che questi modelli comportano per la stabilità e la coerenza complessiva del sistema. Infatti, l'estemporaneità degli interventi e la proliferazione di regimi speciali che derogano alla disciplina ordinaria, con la conseguente creazione di varianti e sottotipi, complicano notevolmente il processo di ricostruzione normativa. Questo impegna gli interpreti in un arduo compito di risoluzione di antinomie e lacune, nel tentativo (non semplice) di garantire il raccordo con il sistema.

In particolare, nel diritto comune delle s.r.l., potrebbero trovare utile applicazione, una volta depurate dal riferimento al sottotipo "s.r.l.-PMI", le norme che permettono la creazione di categorie di quote con diritti differenti. Queste norme, attualmente inserite nella legislazione speciale per le *start-up* innovative ed estese successivamente alle PMI, hanno infatti una portata trasversale rispetto alle due varianti della s.r.l., chiusa e aperta. Non sono, d'altra parte, in

---

<sup>21</sup> Cfr. M. SPERANZIN, «Piccole e medie imprese tra autonomia statutaria e ibridazione dei tipi (con particolare riferimento alle partecipazioni prive del diritto di voto)», in Riv. soc., 2018, 335 ss.; M. CIAN, «Le start-up innovative a responsabilità limitata: partecipazioni, altri rapporti partecipativi e nuovi confini del tipo», in Nuove leggi civ. comm., 2014, 1179; O. CAGNASSO, «La s.r.l. un tipo societario "senza qualità"?», in NDS, 2019, 1250 ss.

<sup>22</sup> Cfr. P. BENAZZO, «La s.r.l. start up innovativa», in Nuove leggi civ. comm., 2014, 128; secondo cui la s.r.l. sarebbe una mera etichetta svuotata di gran parte dei suoi profili identitari.

<sup>23</sup> P. MONTALENTI, «Le nuove forme organizzative dell'attività economica: il diritto societario dai "tipi" ai "modelli".», in *Impresa, società di capitali, mercati finanziari*, 2017, 61 ss.

contrasto con il divieto di rappresentazione delle quote in azioni, se si adotta l'opinione prevalente secondo cui tale divieto non impedisce la standardizzazione delle quote, ma piuttosto la loro applicazione alla disciplina cartolare<sup>24</sup>.

Analogamente, la previsione relativa alla dematerializzazione facoltativa delle quote, introdotta dal d.l. n. 179/2012 per le *start-up* innovative, potrebbe trovare una collocazione più adeguata all'interno del TUF, che già disciplina la dematerializzazione delle azioni (artt. 83-*bis* e seguenti). Questa disciplina si applica ora alle quote di s.r.l.-PMI emesse in forma scritturale, in virtù del rinvio esplicito contenuto nell'art. 26, comma 2-ter, del d.l. n. 179/2012, come modificato dalla legge Capitali.

Anzi, l'estensione della disciplina della dematerializzazione alle quote (previamente standardizzate) sembra confermare ulteriormente la correttezza di un'interpretazione restrittiva del divieto di rappresentazione delle stesse in forma cartolare. Questo divieto, infatti, non ha sinora impedito né la standardizzazione delle quote, né il loro assoggettamento al regime di circolazione in gestione accentrata.

Le possibilità di razionalizzazione della normativa esistente potrebbero essere individuate *de iure condendo* all'interno della "delega per la riforma organica"<sup>25</sup> del TUF e delle "disposizioni in materia di società di capitali contenute nel codice civile applicabili anche agli emittenti", previste nella legge Capitali. Tuttavia, è evidente come i principi e i criteri direttivi della delega siano stati principalmente concepiti per la revisione della disciplina delle società che emettono azioni quotate.

Seppur mediante un complesso percorso normativo, la s.r.l. emerge come una società potenzialmente aperta al mercato. Tuttavia, le modalità e l'intensità

---

<sup>24</sup> G. SANTONI, «Le quote di partecipazione», in *Le società a responsabilità limitata* G. Giappichelli Editore, 2022, 95 ss..

<sup>25</sup> Sia consentito il rinvio a F. SILLA «Delega al Governo per la riforma organica delle disposizioni in materia di mercati dei capitali recate dal testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, e delle disposizioni in materia di società di capitali contenute nel codice civile applicabili anche agli emittenti (Art. 19)», in *Il Mercato dei Capitali e le Agevolazioni per gli Investimenti in Italia*, a cura di G. CAVALLARO Maggioli Editore, 7/2024, 14 ss.

di tale apertura, insieme al tipo di *trading venues* accessibili, non risultano ancora comparabili a quelle delle società per azioni.

**4. S.r.l. “aperte e s.r.l. “chiuse”.** La regolamentazione della variante aperta della società a responsabilità limitata appare, come già accennato, estremamente frammentata e situata in un’intersezione peculiare tra norme di diritto societario e norme di diritto dei mercati finanziari. Questo ricorda, in qualche modo, l’evoluzione della società per azioni, che si è sviluppata attorno alle varianti di s.p.a. chiusa e s.p.a. aperta (quotate e con titoli diffusi tra il pubblico in misura rilevante)<sup>26</sup>.

Tuttavia, mentre le s.p.a. aperte sono state integrate nel codice civile sotto la definizione di “società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio”<sup>27</sup> e godono di una normativa parzialmente differenziata rispetto alle s.p.a. chiuse, le s.r.l. aperte non trovano riconoscimento nel codice civile, essendo attualmente regolamentate solo attraverso legislazione speciale.

Questo crea una sfida per gli interpreti nel conciliare la struttura del codice civile, che distingue ancora tra una s.r.l. chiusa e una s.p.a. potenzialmente aperta, con la normativa speciale che permette alla s.r.l. di offrire quote al pubblico e di dematerializzare le stesse<sup>28</sup>.

Queste riflessioni portano a interrogarsi sul significato e l’importanza attuale del concetto di s.r.l. come società aperta. Sebbene tale espressione sia ampiamente utilizzata in letteratura, non ha un riferimento preciso nel diritto positivo, così come la più ampia categoria delle “società aperte”<sup>29</sup>, elaborata dalla dottrina per indicare una connessione delle società con il mercato e la necessità

---

<sup>26</sup> Sulla formazione della disciplina delle società quotate tra diritto societario speciale e disciplina dei mercati finanziari di veda: R. COSTI, «*Il mercato mobiliare*», G. Giappichelli Editore, 2018., M. CERA, «*Le società con azioni quotate nei mercati*», Zanichelli, 2020, 2 ss.

<sup>27</sup> M. MAUGERI, «*Lo statuto delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio*», in *Testo Unico Finanziario. Mercati ed Emittenti*, Zanichelli, vol. II, Bologna, 2020, 1232 ss.

<sup>28</sup> Sul tema v. G. MOSCO «*Le società con azioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante fra definizione, norme imperative e autonomia privata. uno scalino sbeccato, da riparare in fretta*» In: *Riv. soc.* - ISSN 0035-6018. - 4:19(2004), pp. 863-880.

<sup>29</sup> Cfr. S. CORSO e A. LAUDONIO, *op. cit.* 130 ss.

di uno statuto normativo specifico, distinto in parte da quello delle “società chiuse”.

Nel momento in cui si tenta di dare un significato più preciso all’espressione “società aperte”, ci si rende conto che essa può essere interpretata in molti modi a seconda del contesto (ad esempio, considerando l’apertura verso il mercato primario o secondario). È quindi necessario chiarire le condizioni di utilizzo di tale termine in relazione al contesto specifico.

Inoltre, l’apertura di una società deve essere valutata in relazione al concetto di mercato, che è privo di una definizione univoca. Anche il termine “mercato dei capitali”, che potrebbe sembrare più specifico, non ha una definizione precisa nella normativa dei mercati finanziari, come delineato nella direttiva MiFiD II e nel TUF<sup>30</sup>

Questi regolamenti identificano una categoria generale, quella delle sedi di negoziazione, che include vari luoghi dove domanda e offerta di strumenti finanziari si incontrano secondo un “sistema di regole predefinito”. Questa categoria comprende mercati regolamentati, sistemi multilaterali di negoziazione e sistemi organizzati di negoziazione<sup>31</sup>. Oltre a queste, esistono altre tipologie di ambienti di negoziazione che, pur avendo caratteristiche strutturali diverse, sono funzionalmente simili.

Pertanto, in una definizione ampia e ancora generica, l’espressione “società aperte” può essere utilizzata per indicare società che hanno effettuato, o programmato, l’offerta al pubblico delle loro partecipazioni in uno o più mercati dei capitali, intesi in senso lato, senza limitarsi a una specifica sede di negoziazione.

---

<sup>30</sup> cfr. F. ANNUNZIATA, «*La disciplina del mercato mobiliare*», Torino, Giappichelli, 2023, 102, “*la nozione di “mercato dei capitali” è assai più ampia di quella dei mercati regolamentati e, in assenza di una definizione normativa, può essere desunta dalla prassi e dall’analisi economica*”. e cfr. inoltre, R. COSTI, «*Il mercato mobiliare*», Torino, Giappichelli, 2023, 12, che identifica il mercato dei capitali con il luogo in cui “*si negoziano strumenti finanziari di media e lunga durata destinati al finanziamento degli emittenti e in particolare delle imprese*”.

<sup>31</sup> Sulla nozione di sede di negoziazione cfr., M. CIAN, «*sistemi multilaterali e i mercati «semiregolamentati»*», in *Il Testo Unico finanziario*, 1126 ss. e v. altresì la definizione di cui all’art. 5-*octies*, lett. c), TUF che riprende quella dell’art. 24, par. 1, n. 24, direttiva MiFiD II.

Nel valutare la normativa applicabile alle società in relazione al loro accesso al mercato, è essenziale distinguere tra una potenziale apertura e un effettivo appello al pubblico risparmio. Si deve differenziare tra società che hanno realmente promosso l'offerta al pubblico delle proprie partecipazioni e quelle che hanno solo pianificato, ma non ancora realizzato, tale offerta sui mercati dei capitali.

La necessità di definire una normativa specifica per le società aperte si pone principalmente per quelle che hanno offerto le loro partecipazioni a un pubblico ampio e indeterminato di potenziali investitori<sup>32</sup>. Tuttavia, questioni specifiche possono emergere anche per le società che hanno destinato le loro quote al mercato tramite una delibera di aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione.

Anche con la revisione attuale, la categoria delle società aperte risulta ampia e complessa. Le modalità, l'intensità, i termini e l'estensione della loro connessione con il mercato non sono chiaramente definiti, eccetto nei casi specificamente regolamentati, come le società per azioni quotate nei mercati regolamentati e le s.p.a. con azioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante, entrambe rientranti nella definizione più ampia prevista dall'art. 2325-*bis* c.c. Questa definizione, che serve come riferimento normativo per le società aperte, è stata però oggetto di critiche essendo considerata obsoleta e non più adeguata alle recenti evoluzioni del diritto e della prassi dei mercati finanziari<sup>33</sup>. Non riflette

---

<sup>32</sup> Per quanto riguarda le società per azioni quotate, si veda P. SPADA «*Tipologia delle società e società per azioni quotate*», in *Riv. dir. civ.*, 2000, II, 218 s., che sottolinea la necessità di collegare lo statuto speciale all'effettiva ammissione delle azioni alla quotazione. In riferimento alle s.r.l., cfr. O. CAGNASSO «*La s.r.l. piccola e media impresa (P.M.I.)*», in *Le società a responsabilità limitata*, a cura di C. IBBA, G. MARASÀ, 105, il quale sostiene che per applicare uno statuto differenziato è fondamentale promuovere effettivamente l'offerta pubblica delle quote.

<sup>33</sup> Sebbene si cerchi di dare un significato più preciso a questa categoria, emergono alcune criticità. Ad esempio, per le società con titoli diffusi sono state sollevate perplessità a causa della vaghezza dei parametri, soprattutto quelli qualitativi, lasciati alla definizione regolamentare della Consob. Questo aspetto è stato evidenziato da G. PRESTI, «*Le nuove ricette del diritto societario*», in *Il nuovo diritto societario fra società aperte e società private*, a cura di P. BENAZZO, S. PATRIARCA, G. PRESTI, Milano, Giuffrè, 2003, 27, il quale ha osservato come tali emittenti rappresentino un sottoinsieme molto ristretto di società aperte, rendendo la fattispecie poco utile per ridurre il divario normativo tra le società per azioni non quotate e quelle quotate. Per un'analisi più dettagliata e le nozioni di base relative ai servizi di investimento e gestione collettiva del risparmio, si rimanda agli studi di F. AVELLA «*Definizioni e nozioni di base. Servizi di investimento e gestione collettiva del risparmio*», in *Diritto delle società quotate e dei mercati finanziari*, a cura



infatti l'ampliamento delle sedi di negoziazione e l'estensione della categoria degli strumenti finanziari negoziati. Per questo, con la recente legge Capitali, il legislatore ha sentito la necessità di ridurre la rilevanza normativa di questa definizione, aggiornando la nozione di società emittenti strumenti finanziari diffusi<sup>34</sup>.

Di conseguenza, nel trattare il concetto di s.r.l. come società aperta, è essenziale considerare l'evoluzione delle società per azioni che accedono al mercato del capitale di rischio, riconoscendo la diversità e complessità di questa categoria.

L'inclusione delle s.r.l. in questa categoria non è solo descrittiva o classificatoria, ma funzionale all'individuazione di una disciplina normativa condivisa, basata su esigenze analoghe. Il ricorso al mercato richiede infatti alcuni adeguamenti alla normativa delle s.r.l., attualmente basata su un modello di società chiusa con una compagine sociale ristretta.

Finora, l'opinione prevalente è stata che l'apertura al mercato concessa alle s.r.l.-PMI non giustifichi la loro assimilazione alle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, ai sensi dell'art. 2325-*bis* c.c. Di conseguenza, non è giustificata l'applicazione della normativa delle s.p.a. quotate o delle società con azioni diffuse tra il pubblico alle s.r.l. che offrono le loro quote sui portali di *crowdfunding*<sup>35</sup>.

---

di M. VENTORUZZO, Torino, Giappichelli, 2023, 49 s.), in particolare nel contesto del diritto delle società quotate e dei mercati finanziari

<sup>34</sup> Questo è stato realizzato principalmente attraverso la riforma della disciplina riguardante gli emittenti di strumenti finanziari diffusi, come delineato nell'art. 4 della legge "Capitali". Tale norma non solo riscrive la definizione di emittenti strumenti finanziari diffusi, ma in alcuni casi elimina il riferimento alle "società che ricorrono al mercato del capitale di rischio", sostituendolo con una definizione più specifica di società "con azioni quotate in mercati regolamentati" (cfr. il testo modificato dell'art. 2391-bis, primo comma, c.c.). Inoltre, la norma aggiunge anche il riferimento alle «società con azioni negoziate in sistemi multilaterali di negoziazione» (cfr. la modifica all'art. 2341-ter, primo comma, c.c.).

Per un approfondimento in materia sia consentito il rinvio a F. SILLA, «Riforma della disciplina degli emittenti strumenti finanziari diffusi (Art. 4)» in *Il mercato dei capitali e le agevolazioni per gli investimenti in Italia*, a cura di G. CAVALLARO, Maggioli, 2024.

<sup>35</sup> F. BRIZZI, «S.r.l. PMI e offerta al pubblico di quote di partecipazione», Torino, Giappichelli, 2022, 103; E. PEDERZINI, F. DE GOTTARDO, «Incentivi e ostacoli al finanziamento delle PMI s.r.l. sui mercati dei capitali», in *Giur. comm.*, 2022, I, 289.

Negli ultimi dieci anni, vari interventi legislativi hanno introdotto nuove forme di accesso al mercato per le s.r.l., sia per quanto riguarda le sedi in cui possono essere offerte le quote al pubblico, sia per il tipo di strumenti finanziari offerti. Tuttavia, le quote delle s.r.l., non potendo essere emesse in forma cartolare, non sono naturalmente predisposte per la negoziazione nei mercati dei capitali.

Le recenti riforme legislative, però, potrebbero richiedere una rivalutazione di questa posizione. Le s.r.l., indipendentemente dalle loro dimensioni, potrebbero infatti accedere ai mercati dei capitali e beneficiare di piattaforme di negoziazione più strutturate, come i mercati di crescita per le piccole e medie imprese<sup>36</sup>.

**5. Questioni aperte in tema di circolazione delle quote.** È necessario prendere in considerazione non solo la deroga generalizzata al divieto di offerta al pubblico delle quote (che non è limitata esclusivamente alle piattaforme di *crowdfunding*), ma anche la previsione introdotta dalla legge “Capitali” di un regime opzionale di dematerializzazione delle quote, attualmente riservato alle s.r.l.-PMI che abbiano emesso quote standardizzate.

---

<sup>36</sup> In senso critico, rispetto alla possibile ammissione delle quote di s.r.l. alla negoziazione nei mercati di crescita per le piccole e medie imprese, cfr. P. SPOLAORE *op. cit.*, il quale ritiene che la coesistenza nella stessa sede di negoziazione di quote di s.r.l. e azioni di s.p.a. “*equivarrebbe a consentire lo scambio di beni finanziari tra loro non omogenei e non fungibili*”, rischiando di innescare “*meccanismi di market for lemons*”. Questa critica evidenzia una delle caratteristiche dei mercati di crescita, dove l’eterogeneità degli strumenti finanziari deriva dal fatto che il sistema multilaterale non è riservato esclusivamente agli emittenti PMI, i quali possono costituire solo il 50% del totale degli emittenti. Di conseguenza, nulla impedisce che il volume maggiore degli scambi sia rappresentato da strumenti finanziari emessi da grandi emittenti cfr. M. CIAN, *op. cit.* 1136 ss.. La compresenza nei mercati di crescita di diverse tipologie di emittenti e strumenti finanziari con differenti livelli di complessità è quindi ammessa dal sistema e riflette l’organizzazione interna del mercato stesso, che prevede un segmento professionale accessibile solo agli investitori professionali e un segmento aperto agli investitori al dettaglio (v. regolamento Euronext Growth Milan 2023, 3 ss.). Inoltre, tutti gli emittenti che accedono a tali mercati, indipendentemente dalla loro dimensione e forma societaria, devono rispettare le stesse regole di accesso e permanenza sul mercato. Queste regole includono requisiti aggiuntivi individuati dal regolamento di mercato, che impongono obblighi specifici in materia di governo societario, informazione societaria e informazione finanziaria periodica cfr. in particolare, §§ 6 bis, 12 e 18 ss. del regolamento Euronext Growth Milan. Tali requisiti dovrebbero garantire un adeguato assetto di governance e un sufficiente livello di trasparenza e informazione per gli investitori, riducendo il rischio di fenomeni di selezione avversa.

Inoltre, è previsto un regime sperimentale a livello europeo e nazionale per le infrastrutture di mercato DLT, che permette alle s.r.l. di emettere titoli di debito in forma *tokenizzata* e di negoziarli tramite la tecnologia a registri distribuiti.

Questi sviluppi recenti offrono una nuova opportunità concreta per le s.r.l. di accedere, grazie alla dematerializzazione delle quote, a mercati di negoziazione alternativi come i mercati di crescita per le piccole e medie imprese. Inoltre, la tokenizzazione dei titoli di debito permetterà alle s.r.l. di utilizzare le infrastrutture di mercato DLT, dove sarà possibile collocare e scambiare strumenti finanziari rappresentati in forma digitale<sup>37</sup>.

Considerando le trasformazioni significative che stanno avvenendo nei mercati dei capitali a causa dello sviluppo delle tecnologie digitali e dell'espansione delle tipologie di strumenti finanziari negoziabili, potrebbe essere necessario riformulare il concetto di "società aperte" in termini più ampi. Sembra infatti che questa categoria necessiti di una ridefinizione per adattarsi meglio alle tipologie di emittenti sempre più diversificate in termini di mercati, livelli di diffusione al pubblico e liquidità degli strumenti finanziari.

Come detto, la mancanza di coordinamento negli ultimi interventi normativi rischia di ampliare ulteriormente il divario tra la realtà delle s.r.l. "aperte" e la disciplina a esse applicabile. In particolare, l'ampliamento della platea di s.r.l. autorizzate a offrire quote al pubblico, indipendentemente dalle dimensioni, non è supportato da soluzioni normative adeguate alle esigenze di una società con una base di investitori estesa.

L'insufficienza della normativa relativa alla *governance* delle s.r.l. aperte al mercato è stata ampiamente riconosciuta<sup>38</sup>. Le recenti modifiche hanno solo parzialmente affrontato la questione, rafforzando i controlli ma senza considerare l'accesso della società al mercato<sup>39</sup>. Per le s.r.l. che intendono accedere a mercati

---

<sup>37</sup> Sia consentito il rinvio a F. SILLA, «*Fintech platforms to the test of MiCAR regulation: evidence from the FTX case*» (March 15, 2024). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=4848925> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4848925>.

<sup>38</sup> Cfr. E. PEDERZINI, R. GUIDOTTI «*La governance della società a responsabilità limitata*», Padova, Cedam, 2022.

<sup>39</sup> Come noto, le modifiche al diritto societario introdotte dal nuovo Codice della crisi d'impresa hanno reintrodotta per le s.r.l. alcuni strumenti di controllo, che si attivano al superamento di specifiche soglie dimensionali, indipendentemente dal fatto che la società faccia ricorso al

di negoziazione più strutturati, come i mercati di crescita, sarà necessario un adeguamento della *governance* interna. Gli emittenti dovranno rispettare specifici obblighi di *governance* come requisito di ammissione, comportando inevitabilmente costi di adeguamento<sup>40</sup>.

Per quanto concerne i regimi di emissione e circolazione delle quote, è stato evidenziato un mancato coordinamento tra il nuovo testo dell'art. 100-ter TUF e l'art. 3 della legge Capitali, che introduce la dematerializzazione facoltativa per le quote standardizzate delle s.r.l.-PMI, definite come “*aventi eguale valore e conferenti eguali diritti*” (ai sensi dell'art. 26, secondo comma, d.l. n. 179/2012)<sup>41</sup>. Questo chiarisce che la standardizzazione delle partecipazioni è un requisito per la dematerializzazione<sup>42</sup>.

Le s.r.l. “piccole e medie imprese” mantengono la possibilità di creare categorie di quote con diritti differenti, grazie alla validità del d.l. n. 179/2012, che consente la categorizzazione e standardizzazione delle quote in deroga alla disciplina del Codice civile. Ciò crea una situazione in cui una s.r.l. può creare categorie di quote e sottoporle alla disciplina della dematerializzazione solo se rimane entro le soglie dimensionali delle PMI. Se una s.r.l. supera questi limiti e perde la qualifica di PMI, questa possibilità viene meno.

Il percorso verso la standardizzazione delle quote non è privo di ostacoli e contraddizioni. L'art. 26 del d.l. 18 ottobre 2012, n. 179, insieme alle modifiche apportate dalla legge “capitali”, si applica esclusivamente alle s.r.l. di piccole e

---

mercato. Si vedano in proposito l'art. 2477, commi secondo e quinto c.c., come modificati dal d.lgs. n. 14/2019, e le considerazioni di N. ABRIANI in «*Il sistema dei controlli nella s.r.l. tra modifiche del codice civile e Codice della crisi: un rebus aperto?*» in *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della crisi*, 867. D'altro canto, l'introduzione dell'obbligo di istituire assetti organizzativi adeguati alla dimensione e alla natura dell'attività (v. art. 2086 c.c., richiamato per le s.r.l. dall'art. 2475, primo comma, c.c.) apre la possibilità di conformare tali assetti in modo da tenere conto dell'apertura della società al mercato del capitale di rischio.

<sup>40</sup> Si veda, a tale riguardo, il regolamento Euronext Growth Milan del 2023, § 6.bis, che stabilisce tra le condizioni di ammissione al mercato l'obbligo per l'emittente di nominare almeno un amministratore indipendente (la cui indipendenza deve essere monitorata annualmente) e di designare un “soggetto professionalmente qualificato (*investor relations manager*) con l'incarico specifico (anche se non necessariamente esclusivo) di gestire i rapporti con gli investitori”.

<sup>41</sup> Cfr. F. ANNUNZIATA «*Dematerializzazione delle quote di piccole e medie imprese*» in *Commentario alla Legge dei Capitali*, 2024, Pacini Giuridica, 6 ss. e D. SCHETTINI, *op. cit.* 14 ss.

<sup>42</sup> Cfr. M. CIAN, «*La dematerializzazione degli strumenti finanziari*», in *Banca borsa tit. cred.*, 2007, 647.

medie dimensioni, perpetuando così una disparità di trattamento rispetto alle s.r.l. di grandi dimensioni, una distinzione che è stata introdotta con le modifiche apportate dal d.l. n. 50/2017 al d.l. n. 179/2012. Questa disparità è ulteriormente evidenziata dal fatto che la discriminazione dimensionale non è presente nell'art. 100-ter, primo comma, TUF, come modificato dal d.lgs. 10 marzo 2023, n. 30, mentre l'estensione della disciplina DLT alle quote di s.r.l. è sancita dall'art. 28, secondo comma, lett. *a-bis*, del decreto *FinTech*, senza alcun riferimento alla dimensione dell'impresa.

Nonostante questo disallineamento, le s.r.l. di grandi dimensioni possono comunque emettere quote di categoria con diritti limitati. Vi sono numerosi indizi che supportano questa interpretazione. La normativa del d.l. n. 179/2012, pur prevedendo espressamente la possibilità di emettere categorie di quote per le piccole e medie imprese, non specifica cosa accade se una società perde lo *status* di piccola o media impresa, una situazione che può verificarsi senza alcuna procedura formale o pubblicità.

L'art. 31, quarto comma, del d.l. n. 179/2012, originariamente riferito alle sole *start-up* innovative, regola la cessazione dell'applicazione della disciplina speciale, precisando che le clausole dell'atto costitutivo ai sensi dei commi 2, 3 e 7 dell'art. 26 mantengono la loro efficacia per le quote già sottoscritte e per gli strumenti finanziari partecipativi già emessi. Questo significa che la presenza di categorie di quote, pur influenzando profondamente la struttura finanziaria della società<sup>43</sup>, non è incompatibile con lo *status* di grande impresa<sup>44</sup>.

Inoltre, l'art. 31 del d.l. n. 179/2012 assume un significato diverso rispetto alla versione originale del decreto, dopo l'estensione delle regole dell'art. 26 a tutte le s.r.l. di piccole e medie dimensioni, non più solo alle *start-up* innovative. In passato, il contesto delle *start-up* innovative prevedeva che i soci con quote di

---

<sup>43</sup> Cfr. G.C.M. RIVOLTA, «*Diritto delle società. Profili generali*», Torino, Giappichelli, 2015, 133; N. ABRIANI, «*La struttura finanziaria della società a responsabilità limitata*», in *Riv. dir. soc.*, 2019, 51 ss.

<sup>44</sup> Cfr. M. MALTONI, A. RUOTOLO, D. BOGGIALI, «La nuova disciplina delle (PMI) società a responsabilità limitata», Studio n. 101-2018/1 del Consiglio Nazionale del Notariato, in *Studi e Materiali*, 2/2018, con riferimento agli "effetti permanenti" di alcune delle deroghe al diritto societario contenute nel d.l. n. 179/2012, per l'ipotesi in cui la s.r.l. abbia perduto i requisiti per la qualificazione come PMI di cui originariamente era in possesso.

categoria continuassero a esistere anche in una società che diventava ordinaria, mantenendo una dialettica tra il gruppo dirigente e gli investitori in un progetto credibile. Questo approccio era riflesso nel regolamento Consob del 2013, dove il trasferimento del controllo doveva essere previsto come causa di recesso o come evento per attivare una clausola di co-vendita, mantenendo un rapporto significativo tra i soci fondatori e gli investitori in *equity crowdfunding*<sup>45</sup>.

Attualmente, la perdita dei requisiti riguarda solo l'aspetto dimensionale della s.r.l., senza perdita di una specifica qualificazione, il che conferma la compatibilità per le grandi s.r.l. con quanto previsto per le piccole e medie imprese, sia per le quote di categoria emesse quando erano piccole o medie imprese, sia per l'emissione diretta di quote di categoria nelle grandi s.r.l. Questa capacità è essenziale per sfruttare le operazioni consentite dall'art. 100-ter TUF e dal regolamento (UE) 2020/1503, che riguarda le partecipazioni che possiedono le caratteristiche di "valori mobiliari", e per utilizzare la DLT per emettere quote come strumenti finanziari digitali, secondo quanto previsto dal decreto *FinTech* (art. 28, secondo comma, lett. *a-bis*).

La serializzazione e la dematerializzazione delle quote offrono benefici specifici per la loro offerta al pubblico e la circolazione nei mercati dei capitali. Di conseguenza, la normativa pertinente dovrebbe essere integrata nello statuto di una s.r.l. che desidera accedere ai mercati dei capitali<sup>46</sup>.

**6. Dematerializzazione delle quote, tra 100-ter TUF e legge capitali.** Il recente *Report* sul *CrowdInvesting* ha evidenziato che le offerte prevalentemente riguardano categorie di quote standardizzate con diritti differenziati, variando spesso in base all'importo dell'investimento per soddisfare diverse tipologie di

---

<sup>45</sup> Cfr. I. CAPELLI, *op. cit.*, 109 ss.

<sup>46</sup> Benché la standardizzazione delle quote in unità omogenee non garantisca automaticamente la loro negoziabilità, essa rappresenta un passaggio preliminare fondamentale per la loro diffusione nel mercato. Inoltre, la "riconoscibilità del valore in una categoria" è una caratteristica essenziale della nozione di valore mobiliare, costituendo una sorta di "pre-condizione" per la sua negoziabilità nei mercati dei capitali cfr. M. ONZA, L. SALAMONE, «*Prodotti, strumenti finanziari, valori mobiliari*», in *Banca borsa tit. cred.*, 2009, 1, 580. Secondo F. Brizzi, *op. cit.* 921 ss., alle s.r.l. aperte dovrebbe essere permessa la standardizzazione dell'intera struttura partecipativa, al fine di realizzare "una vera e propria s.r.l. per azioni".

investitori<sup>47</sup>. Questa tecnica di strutturazione delle partecipazioni è particolarmente utile per le s.r.l. alla ricerca di finanziamenti esterni, fornendo un'alternativa ai diritti particolari del socio previsti dall'art. 2468, commi terzo e quarto, c.c.

La creazione di categorie di quote non implica necessariamente la loro standardizzazione in unità minime e indivisibili. È infatti possibile creare categorie di quote con diritti diversi senza dover stabilire una misura uniforme<sup>48</sup>. La standardizzazione delle quote è una tecnica aggiuntiva che può facilitare il collocamento e la circolazione delle quote tra gli investitori, offrendo vantaggi in termini di disinvestimento parziale<sup>49</sup>. Tuttavia, la standardizzazione diventa necessaria se si intende accedere al regime facoltativo di dematerializzazione delle quote, che richiede la fungibilità per motivi tecnici legati alla gestione accentrata.

Una s.r.l. che desidera promuovere l'offerta al pubblico delle quote potrebbe teoricamente evitare la loro previa standardizzazione e suddivisione in categorie, poiché le condizioni di accesso al mercato variano a seconda dell'ambiente di negoziazione scelto. Ad esempio, per l'ammissione delle quote nelle piattaforme di *equity-crowdfunding*, il regolamento europeo richiede solo che gli strumenti

---

<sup>47</sup> Cfr. «*Report sul Crowdinvesting*» del Politecnico di Milano (luglio 2023), 24, dal quale emerge che il 64% delle quote offerte sui portali appartengono a diverse categorie, con diritti di voto sterilizzati o mantenuti a seconda della soglia di investimento. Negli ultimi dodici mesi, la percentuale di offerte riguardanti quote senza diritti di voto è aumentata sensibilmente (23%), mentre è in diminuzione la prassi di offrire partecipazioni ordinarie. Un'altra indagine, condotta su una delle maggiori piattaforme di equity-crowdfunding, «*Crowdcube*», dimostra che nelle offerte che includono diverse classi di *shares* (c.d. «*dual-class offerings*»), gli investitori retail tendono a preferire *shares* prive di diritti di voto, mentre gli investitori professionali prediligono partecipazioni con diritti di voto. Cfr. D. CUMMING, M. MEOLI, S. VISMARA, «*Investors' choices between cash and voting rights; evidence from dual-class equity crowdfunding*», in *Research Policy* 48, (2019) 14, reperibile: [www.elsevier.com](http://www.elsevier.com).

<sup>48</sup> In tal modo, pur stabilendo un collegamento oggettivo tra diritti e quote, si preserva l'unitarietà della partecipazione del socio, permettendo comunque a quest'ultimo di possedere più quote appartenenti a diverse categorie, cfr. M. CIAN *op. cit.* 3 ss.

<sup>49</sup> Si veda la massima n. 171, «*Nozione di categorie di quote di s.r.l. PMI*», del Consiglio Notarile di Milano, che distingue tra categorie di quote «in senso stretto» standardizzate (caratterizzate dall'uguaglianza sia della misura delle quote che dei diritti attribuiti) e categorie di quote «non standardizzate» (caratterizzate dall'uguaglianza dei diritti attribuiti ai loro titolari, ma di diversa misura e ammontare).

offerti siano liberamente trasferibili nei mercati dei capitali, senza restrizioni che ne ostino il trasferimento<sup>50</sup>.

Solo alcune sedi di negoziazione richiedono la standardizzazione e, a volte, la dematerializzazione delle partecipazioni, come avviene nei mercati di crescita, dove il regolamento di mercato esige che gli strumenti finanziari siano “liberamente negoziabili” e “sottoposti al regime di forma, legittimazione e circolazione dei titoli dematerializzati”.

Per soddisfare il requisito della negoziabilità, non è indispensabile la cartolarizzazione dello strumento finanziario; è sufficiente una forma idonea allo scambio sul mercato dei capitali<sup>51</sup>. Il divieto di rappresentazione delle quote in azioni, di cui all’art. 2468 c.c., non costituisce quindi un vero ostacolo per considerare la quota come valore mobiliare<sup>52</sup>.

È fondamentale sottolineare che una volta inserite in un sistema di gestione accentrata, le quote ricevono lo stesso trattamento giuridico di qualsiasi altro strumento finanziario dematerializzato, modificando profondamente il regime di circolazione e la legittimazione all’esercizio dei diritti sociali rispetto a quello codicistico. La circolazione avviene tramite operazioni di giro, come previsto dall’art. 83-*quater* TUF.

La normativa non specifica che questo avvenga in deroga o “in alternativa” alla disciplina dell’art. 2470 c.c. (e al d.l. 112/2008 per la variante non notarile), diversamente dalla circolazione intermediata prevista dall’art. 100-*ter* TUF. Tuttavia, l’integrale assoggettamento al regime di dematerializzazione esclude le quote scritturali dall’applicazione delle regole codicistiche. Le finalità della riforma ne risulterebbero altrimenti compromesse.

---

<sup>50</sup> Cfr. il considerando n. 13 e l’art. 2, primo comma, lett. n) del regolamento europeo *crowdfunding*. Sulla distinzione, quanto all’interpretazione del requisito della negoziabilità degli strumenti finanziari, tra mercati regolamentati e sedi alternative di negoziazione, vedi A. DENTAMARO, «Azioni, quote di s.r.l.-PMI e loro negoziabilità nei mercati dei capitali e nelle sedi di negoziazione», in *Giust. civ.*, 2022, 836 ss.

<sup>51</sup> cfr. S. Corso, A. Laudonio, *op. cit.* 140 ss.

<sup>52</sup> Cfr. il regolamento del mercato Euronext Growth Milan, 2023, § 32, 19. Sui requisiti necessari per l’accesso e per la permanenza sui mercati di crescita e vedi, F. FORNASARI, «Quotazione sui mercati di crescita e disciplina degli emittenti», in *Giur. comm.*, 2022, 1, 808 ss.



La circolazione scritturale delle quote è protetta, similmente a qualsiasi altro strumento finanziario dematerializzato, grazie all'applicazione degli artt. 83-*quinquies*, co. 2, e 83-*septies* TUF, come indicato nel nuovo art. 26, co. 2-*ter*, d.l. 179/2012. Le nuove modalità di trasferimento e intestazione scritturale delle quote comportano anche un diverso regime di legittimazione all'esercizio dei diritti, rispetto a quello codicistico. La norma cardine della gestione accentrata, art. 83-*quinquies*, co. 1, TUF, stabilisce che la legittimazione "piena ed esclusiva" si acquisisce con la registrazione in conto, concretizzandosi tramite le certificazioni e comunicazioni dell'intermediario.

In generale, la legittimazione riconosciuta dalla registrazione in conto segue la disciplina propria di ciascuno strumento finanziario (art. 83-*quinquies*, co. 1). Il nuovo co. 2-*quater*, art. 26, ripristina l'obbligo di tenuta del libro soci per le società che emettono categorie di quote in forma scritturale. Ciò solleva la questione se l'iscrizione nel libro soci sia necessaria affinché il trasferimento, attuato tramite operazioni di giro, sia efficace anche nei confronti della società, e se l'esercizio dei diritti sociali presupponga tale iscrizione, richiedendo al titolare della quota una certificazione dall'intermediario per aggiornare il libro soci.

Tuttavia, non sembra che la novella restituisca al libro soci nelle s.r.l. il ruolo perduto. Le ragioni testuali e sistematiche lo confermano. Il co. 2-*quater* non indica che il libro soci abbia una rilevanza di questo tipo e allinea le condizioni e modalità di aggiornamento alle regole vigenti per i titoli azionari, che escludono tale aggiornamento come preliminare all'esercizio dei diritti partecipativi (art. 2355 c.c.).

Sul piano sistematico, l'obbligo di tenuta del libro è previsto solo per le società che avviano al regime di dematerializzazione una categoria di quote e destinato ad accogliere anche le partecipazioni emesse in forma non scritturale. Se le annotazioni sul libro fossero necessarie per l'esercizio dei diritti relativi alle quote scritte, dovrebbero esserlo anche per quelle non scritte, deviando dalla regola dell'art. 2470 c.c. Ciò creerebbe una disparità di trattamento incomprensibile rispetto alle quote emesse dalle società che non adottano la dematerializzazione, per le quali non sussiste l'obbligo del libro soci.

La funzione della formalità documentale reintrodotta dalla novella è essenzialmente informativa, permettendo ai soci di ottenere dalla società un quadro completo dei dati relativi alla compagine sociale (ultimo periodo del co. 2-*quater*)<sup>53</sup>.

**7. Le quote come strumenti finanziari digitali.** Il riconoscimento legislativo degli strumenti finanziari digitali dimostra che certi valori mobiliari possono esistere anche in forma esclusivamente tokenizzata, utilizzando la tecnologia a registro distribuito, senza necessità di ricorrere alla forma cartolare o scritturale per essere negoziabili sui mercati dei capitali<sup>54</sup>.

In questo contesto, la standardizzazione potrebbe non essere necessaria per gli strumenti finanziari digitali destinati a circolare tramite tecnologia a registro distribuito<sup>55</sup>. Tuttavia, essa facilita, allo stato attuale, l'interazione con i sistemi di emissione e circolazione tradizionali basati sui conti.

L'interazione tra lo sviluppo tecnologico e le esigenze delle imprese, che sempre più si orientano verso la ricerca di risorse attraverso canali alternativi rispetto a quelli tradizionali, contribuisce a favorire la riduzione dei costi e la semplificazione degli adempimenti relativi alla circolazione delle partecipazioni. Queste necessità, in particolare, sono considerate prioritarie rispetto alle molteplici possibili ricadute sul governo dell'impresa e sulle prerogative dei soci, derivanti dalle nuove normative che influenzano la circolazione delle quote<sup>56</sup>.

Il *crowdfunding*, componente essenziale del concetto di *Web 2.0*, consente la raccolta di fondi per progetti o iniziative imprenditoriali attraverso piattaforme

---

<sup>53</sup> Cfr. M. CIAN, *op.cit.* 5-6.

<sup>54</sup> Cfr., per la distinzione tra strumenti finanziari digitali "nativi" e strumenti finanziari come mere rappresentazioni digitali di secondo grado di attività tradizionali, il considerando n. 3 del reg. europeo Regime Pilota e vedi N. DE LUCA, M. DE MARI, «Azioni tokens come fattispecie nativa», in *Quaderno giuridico CONSOB*, 2023, n. 25, 95

<sup>55</sup> Cfr. il considerando n. 3 reg. europeo Regime Pilota. Sul requisito della standardizzazione v. le considerazioni dell'ESMA nel documento di consultazione relativo ai criteri di qualificazione dei crypto-assets come strumenti finanziari 10 ss., secondo cui «for crypto-assets to form a class they should confer similar rights to investors, ensuring their tradability on markets» ed inoltre «negotiability on capital market also presupposes fungibility which has to be measured having regard to the capability of the crypto-asset to express the same value per unit».

<sup>56</sup> Cfr. A. SCIARRONE ALIBRANDI, «Il Testo Unico alla prova del FinTech» in *Il Testo Unico Finanziario. Prodotti ed intermediari*, a cura di M. CERA, G. PRESTI, Bologna, Zanichelli, 2020, 45.

*online*, permettendo a chiunque di investire in attività economiche considerate interessanti o meritevoli. Nel nostro ordinamento, la regolamentazione del *crowdfunding* per le imprese ha subito un'evoluzione che può essere descritta come "incrementale". Nel tempo, infatti, si è assistito a un graduale abbandono delle condizioni di innovatività e dei limiti dimensionali, in presenza dei quali una s.r.l. avrebbe potuto collocare le proprie partecipazioni tramite un'operazione di *crowdfunding*. L'innovatività, elemento essenziale per ottenere la qualifica di *start-up* innovativa (d.l. 18 ottobre 2012, n. 179, convertito con modificazioni in l. 17 dicembre 2012, n. 221) e di PMI innovativa (d.l. 24 gennaio 2015, n. 3, convertito in l. 24 marzo 2015, n. 33), ha perso, come detto, il ruolo di requisito imprescindibile per accedere alle deroghe che permettono l'accesso al mercato del capitale di rischio<sup>57</sup>.

Il Regolamento (UE) 2020/1503 (*Regulation on European Crowdfunding Service Providers for Business, Regolamento ECSP*)<sup>58</sup> ricomprende sia il collocamento di partecipazioni (*equity-based*) sia il *lending-based crowdfunding* sotto lo stesso quadro normativo, mentre il nuovo regolamento Consob sui fornitori di servizi di *crowdfunding* per le imprese, adottato il 1° giugno 2023<sup>59</sup>, non prevede più gli obblighi di matrice societaria contenuti nel precedente regolamento Consob sulla raccolta di capitali di rischio tramite portali online, adottato con delibera n. 18592 del 26 giugno 2013 e successivamente modificato dalla delibera n. 20264 del 17 gennaio 2018. Mancano infatti l'obbligo di comunicare alla società e di pubblicare nel sito *internet* dell'emittente i patti

---

<sup>57</sup> In senso critico E. FREGONARA, «*Il restyling del regolamento Consob in tema di equity crowdfunding*», in *NDS*, 2016, 33 ss., e da F. ANNUNZIATA, «*PMI, quotazione, crowdfunding*», in *I modelli di impresa societaria fra tradizione e innovazione nel contesto europeo*, Atti del XXIX Convegno, Courmayeur, 18- 19 settembre 2015, a cura di P. MONTALENTI, Milano, Giuffrè, 2016, 131 ss.

<sup>58</sup> Il regolamento (UE) 2020/1503 contribuisce a costruire un sistema finanziario diversificato e meno dipendente dal credito bancario, riducendo così il rischio sistemico e la concentrazione del rischio (vedi Considerando n. 1 della direttiva 2020/1504, che modifica la direttiva 2014/65/UE, MiFID II, sui mercati degli strumenti finanziari). La direttiva 2020/1504 esclude i fornitori di servizi di crowdfunding, come definiti all'art. 2, paragrafo 1, lettera e), del regolamento (UE) 2020/1503, dall'ambito di applicazione della MiFID II.

<sup>59</sup> delibera Consob n. 22720, consultabile al:

[https://www.consob.it/documents/1912911/1950567/reg\\_consob\\_2023\\_22720.pdf/24669272-bb2b-bde0-cb3a-257e5812eed2](https://www.consob.it/documents/1912911/1950567/reg_consob_2023_22720.pdf/24669272-bb2b-bde0-cb3a-257e5812eed2)

parasociali (art. 24, primo comma, lett. b, regolamento Consob 2013)<sup>60</sup>, e l'obbligo di inserire nell'atto costitutivo della società emittente una clausola che preveda il diritto di recesso o di co-vendita in caso di trasferimento del controllo (art. 24, primo comma, lett. a, regolamento Consob 2013). Tali prescrizioni, che attribuivano specifica rilevanza alla presenza di un rilevante gruppo di controllo tra i soci, capace di relazionarsi con la massa degli investitori in capitale di rischio, sono quindi venute meno.

L'attuale normativa in materia di *crowdfunding* si focalizza quasi esclusivamente sulla capacità dell'impresa di ottenere finanziamenti e sulla facile trasferibilità delle partecipazioni. In particolare, il Considerando 13 del Regolamento (UE) 2020/1503 indica la trasferibilità come elemento decisivo per attrarre l'interesse degli investitori, data l'importanza di un facile disinvestimento. In questo contesto normativo in rapida evoluzione, emergono ulteriori schemi innovativi che permettono alle imprese di aprire nuovi canali per il reperimento di risorse economiche: il progetto imprenditoriale può infatti essere finanziato tramite il collocamento al pubblico di *token o coin (ITO, o ICO)*<sup>61</sup>, ricorrendo alla DLT<sup>62</sup>.

**8. Quote di s.r.l. DLT-based.** La tecnologia *Blockchain* e, più in generale, la *Distributed Ledger Technology* (DLT) incarnano il concetto di *Web 3.0*, caratterizzato dalla decentralizzazione attraverso sistemi distribuiti e sicuri che minimizzano la necessità di intermediari centralizzati, migliorando sia la sicurezza che la trasparenza dei dati<sup>63</sup>.

---

<sup>60</sup> L'art. 24, primo comma, lettera *b*, del regolamento Consob 2013 richiamava quanto stabilito dall'art. 2341-*ter*, primo comma, del codice civile in merito alla pubblicità dei patti parasociali nelle società che accedono al mercato del capitale di rischio.

<sup>61</sup> Cfr. I. CAPELLI «*Questioni aperte in tema di circolazione anche digitale della quota di s.r.l.: dalle operazioni di crowdfunding alla Distributed Ledger Technology*» in *Orizzonti del Diritto Commerciale*, Fascicolo 1/2024.

<sup>62</sup> Il registro distribuito o distributed ledger è definito nell'art. 3(1)(2) del regolamento (UE) 2023/1114 (Markets in Crypto-Assets Regulation, MiCAR) come «an information repository that keeps records of transactions and that is shared across, and synchronised between, a set of DLT network nodes using a consensus mechanism».

<sup>63</sup> Cfr. P. DE FILIPPI, A WRIGHT, «*Blockchain and the Law – The Rule of Code*» Harvard University Press, 2019; M. MARLINSPIKE «*My first impression of web3*», Osnews, 7 gennaio 2022 e H. J.

Dal punto di vista pratico, l'uso dei registri distribuiti per la distribuzione di cripto-attività al pubblico presenta somiglianze con il *crowdfunding*, poiché entrambi mirano a raccogliere fondi dal pubblico per supportare iniziative economiche. Tuttavia, a differenza del *crowdfunding*, la DLT si distingue per l'eliminazione della necessità costante di un intermediario istituzionale. Questa tecnologia innovativa si basa su strumenti decentralizzati e disintermediati, fondati sulla fiducia nel corretto funzionamento del sistema tecnologico.

La DLT offre inoltre l'accesso a un mercato globale, caratterizzato dalla rapidità e facilità di adesione alle offerte<sup>64</sup>, costi relativamente bassi<sup>65</sup> e sicurezza delle transazioni grazie all'automazione degli *smart contract*<sup>66</sup>.

Le cripto-attività o i *token* legati ai progetti finanziati possono essere emessi e scambiati attraverso la DLT. Questi *token* possono essere *utility token*, che permettono l'acquisto di beni o servizi specifici, oppure *security token*, che rappresentano una partecipazione in un'attività finanziaria. I *token* possono conferire ai loro possessori vari diritti, come quelli relativi alla *governance* del progetto o alla partecipazione ai profitti generati. Pertanto, i *token* possono offrire prerogative analoghe a quelle delle partecipazioni societarie o contenere una parte di esse, fino a configurare una "*Decentralized Autonomous Organization*" (DAO), che viene governata direttamente dai possessori di DAO *token* attraverso il voto, senza la necessità di intermediari<sup>67</sup>.

---

ALLEN, «*Driverless Finance: Fintech's Impact on Financial Stability*» Oxford University Press, 2 maggio 2022.

<sup>64</sup> In vero, la circolazione delle cripto-attività tramite *Distributed Ledger Technology (DLT)* non è immediata e non può essere paragonata al *trading* ad alta frequenza (*High Frequency Trading, HFT*) tipico dei mercati borsistici. La velocità di queste transazioni dipende da numerosi fattori, tra cui il tipo di DLT utilizzata, il carico della rete, le commissioni di transazione e i requisiti di conferma.

<sup>65</sup> Cfr. P. MAUME, L. MAUTE, M. FROMBERGER, "*The Law of Crypto Assets*". A Handbook, München, Beck, 2022, 181 ss.; G. GITTI, «*Emissione e circolazione di criptoattività tra tipicità e atipicità nei nuovi mercati finanziari*», in *Banca borsa tit. cred.*, 2020, I, 15; G. GITTI, M. MAUGERI, C. FERRARI, «*Offerte iniziali e scambi di cripto-attività*», in *ODCC*, 2019, 99 ss.

<sup>66</sup> Cfr. M. CIAN, «*La criptovaluta - alle radici dell'idea giuridica di denaro attraverso la tecnologia: spunti preliminari*», in *Banca borsa tit. cred.*, 2019, I, 318. Sull'originaria ispirazione legata al *crypto-anarchism*, cfr. G. GASPARRI, «*Riflessioni sulla natura giuridica del bitcoin tra aspetti strutturali e profili funzionali*», in *Diritto Bancario*, <https://www.diritto bancario.it/art/riflessioni-sulla-natura-giuridica-del-bitcoin-tra-aspetti-strutturali-e-profil-funzionali/>.

<sup>67</sup> Cfr. S. L. FURNARI «*La finanza decentralizzata cripto-attività, protocolli, questioni giuridiche aperte*» i saggi di minerva bancaria, 7/2023 e F. SILLA, *cit.* (n.37), 45 ss.

Le raccolte di fondi *online* effettuate dalle imprese possono sfruttare cripto-attività che rappresentano una forma di finanziamento per progetti imprenditoriali altrui, con la prospettiva di ottenere una remunerazione derivante dall'attività di terzi.

Recentemente, l'ESMA ha pubblicato un *Consultation Paper*, come richiesto dall'art. 2, comma 5, del MiCAR, per elaborare linee guida sulle condizioni e i criteri per qualificare le cripto-attività come strumenti finanziari<sup>68</sup>. Queste linee guida sono necessarie non solo per assicurare un'applicazione uniforme delle regole nell'Unione europea, ma anche poiché la regolamentazione applicabile dipende dalla natura finanziaria delle cripto-attività: gli *utility token* sono soggetti al regolamento MiCA, mentre i *security token* sono regolati dalla MiFID II e dal DLT Pilot Regime, che introduce disposizioni temporanee e amplia la definizione di "strumento finanziario" nella MiFID II, includendo gli strumenti finanziari digitali.

**9. Panorama italiano: il decreto *FinTech*.** In Italia, l'art. 31 del decreto legge 17 marzo 2023, n. 25, convertito con modifiche nella legge 10 maggio 2023, n. 52 (decreto *FinTech*), ha aggiornato la definizione di strumento finanziario nell'art. 1, secondo comma, del Testo Unico della Finanza (TUF), includendo espressamente «*gli strumenti emessi mediante tecnologia a registro distribuito*».

Il *Pilot Regime*, cercando un equilibrio tra la promozione dell'innovazione e la gestione del rischio per gli investitori, stabilisce norme specifiche per regolare le azioni, le obbligazioni e altre forme di debito cartolarizzato, come le ricevute di deposito relative a tali titoli, gli strumenti del mercato monetario e le quote di organismi di investimento collettivo (art. 25, paragrafo 4, lettera a, punto IV, MiFID II). Il regime prevede soglie specifiche di valore di mercato aggregato per mitigare i rischi per la stabilità finanziaria (art. 3 *DLT Pilot Regime*)<sup>69</sup>.

---

<sup>68</sup> ESMA, «*Consultation paper on the draft Guidelines on the conditions and criteria for the qualification of crypto-assets as financial instruments*», <https://www.esma.europa.eu/document/consultation-paper-draft-guidelines-conditions-and-criteria-qualification-crypto-assets>.

<sup>69</sup> Il Considerando n. 23 del *DLT Pilot Regime* stabilisce che, per promuovere l'innovazione e la sperimentazione all'interno di un quadro normativo robusto, garantendo al contempo la protezione

Inoltre, il decreto *FinTech* introduce una regolamentazione dettagliata circa l'emissione, la negoziazione e la circolazione tramite DLT di specifici strumenti finanziari, come azioni, obbligazioni e titoli di debito delle s.r.l.<sup>70</sup>, richiamando espressamente i limiti previsti dall'art. 3 del *DLT Pilot Regime*.

L'inserimento di azioni e obbligazioni nella categoria degli strumenti finanziari DLT permette la loro negoziazione attraverso nuove tecnologie, offrendo al contempo un quadro normativo chiaro. Questo include, in particolare, le azioni come "strumenti finanziari digitali" (come indicato nel decreto *FinTech*), permettendo alle aziende di sfruttare i benefici della DLT per il collocamento e la negoziazione di tali strumenti.

Il decreto *FinTech*, similmente alla regolamentazione del *crowdfunding*, si focalizza sulla sicurezza dei trasferimenti, tralasciando gli effetti della tecnologia sulle relazioni interne delle società. Le capacità di rapida negoziazione e ampia distribuzione degli strumenti finanziari non sono infatti accompagnate da normative che assicurino un'informazione adeguata ai soci. Inoltre, l'art. 17 del decreto *FinTech* conferisce ai soci il potere di operare direttamente sulla DLT, mettendo potenzialmente a rischio l'efficacia delle clausole statutarie sui limiti di trasferibilità delle partecipazioni, e quindi la stabilità della compagine sociale. Di conseguenza, l'uso della DLT impone l'implementazione di strumenti tecnologici

---

degli investitori, l'integrità del mercato e la stabilità finanziaria, i tipi di strumenti finanziari che possono essere negoziati o registrati in un'infrastruttura di mercato DLT devono essere limitati a specifiche categorie. Queste categorie includono azioni, obbligazioni e quote di organismi di investimento collettivo che rientrano in un'essenzione basata esclusivamente sull'esecuzione secondo la direttiva 2014/65/UE. Il regolamento prevede inoltre soglie di valore di mercato aggregato per questi strumenti finanziari DLT, che possono essere ridotte in determinate circostanze per evitare rischi alla stabilità finanziaria.

<sup>70</sup> In aggiunta, sono considerati anche altri titoli di debito autorizzati dalla normativa italiana, inclusi quelli emessi da soggetti non italiani ma regolati dal diritto italiano; ricevute di deposito per obbligazioni e altri titoli di debito emessi da entità estere ma gestiti da emittenti italiani; strumenti del mercato monetario regolamentati dal diritto italiano; e azioni o quote di fondi di investimento collettivo italiani come specificato nell'articolo 1, primo comma, lettera 1 del Testo Unico della Finanza (TUF) (art. 2 decreto *FinTech*). Tuttavia, non vi sono disposizioni per gli strumenti finanziari partecipativi che offrono diritti patrimoniali o amministrativi, escluso il diritto di voto nelle decisioni dei soci, come indicato nell'articolo 26, settimo comma, del decreto legge n. 179/2012.

aggiuntivi, come gli *smart contract*, per garantire il rispetto delle restrizioni statutarie<sup>71</sup>.

Il decreto *FinTech* disciplina immediatamente solo le azioni come strumenti finanziari digitali; tuttavia, l'art. 28, secondo comma, lettera *a-bis*, permette alla Consob di includere anche le quote di partecipazione di una s.r.l., derogando alle normative vigenti sul regime di forma e circolazione di tali strumenti, inclusi gli articoli 2468, primo comma, 2470, commi da uno a tre, e 2471 del Codice civile.

Fino ad ora, la Consob ha utilizzato solo in parte i poteri conferiti dall'art. 28 del decreto *FinTech*. Il 6 dicembre 2023, la Consob ha approvato il "Regolamento sull'emissione e circolazione in forma digitale di strumenti finanziari" (regolamento Consob n. 22923), focalizzandosi principalmente sull'avvio del nuovo regime, come la definizione dei principi e dei criteri per la formazione e la gestione dell'elenco dei responsabili dei registri per la circolazione digitale, senza menzionare le quote di s.r.l.

L'approccio cauto della Consob riguardo all'applicazione del decreto *FinTech* alle quote di s.r.l. lascia spazio per futuri sviluppi. Tuttavia, la scelta del legislatore espressa nell'art. 28 del decreto *FinTech*, sebbene ancora non attuata pienamente, segna un cambiamento progressivo nelle normative che regolano la circolazione delle quote di s.r.l. Questo processo di evoluzione modifica le caratteristiche tradizionali delle partecipazioni in s.r.l., seguendo la recente modifica delle norme sul *crowdfunding* (art. 100-ter, primo comma, TUF), per facilitare l'accesso delle imprese al mercato del capitale di rischio e assicurare la facile trasferibilità delle partecipazioni.

Con l'adozione della tecnologia *blockchain*, prevista dal decreto *FinTech* e regolamentata dalla Consob, le esigenze di standardizzazione diventeranno ancora più rilevanti. Anche se attualmente le quote possono essere trasferite tramite DLT senza essere standardizzate, per sfruttare appieno i vantaggi della tecnologia in termini di efficienza, costi ridotti e trasparenza, è cruciale che le

---

<sup>71</sup> Cfr. S. L. FURNARI «Validità e caratteristiche degli smart contract e possibili usi nel settore bancario finanziario» in E. CORAPI, R. LENER (a cura di), *I diversi settori del FinTech. Problemi e prospettive*, 2019, 89-110.



quote siano facilmente collocabili e trasferibili. La standardizzazione semplifica queste operazioni, facilita l'esercizio dei diritti connessi alle partecipazioni tramite *smart contract* e riduce i tempi ed i rischi di controparte, rendendo le quote più attraenti, comprese quelle con limitazioni o esclusioni del diritto di voto previste dall'art. 26 del d.l. n. 179/2012.

L'art. 100-ter, primo comma, del TUF descrive un sistema complesso<sup>72</sup> per la circolazione delle quote societarie, composto da un regime ordinario ai sensi dell'art. 2470, secondo comma, del Codice civile, e due regimi alternativi su base volontaria. Il primo regime alternativo prevede l'uso della firma digitale (art. 36, comma 1-bis, d.l. n. 112/2008 e art. 14, ottavo comma, l. n. 183/2011), mentre il secondo si avvale di intermediari autorizzati come definito dall'art. 100-ter del TUF, noto anche come "dematerializzazione delle quote".

Il primo regime alternativo, implementato attraverso l'interpretazione autentica dell'art. 14, ottavo comma, della l. n. 183/2011, permette il trasferimento delle partecipazioni utilizzando la firma digitale, in conformità con l'art. 24 del Codice dell'Amministrazione Digitale (d.lgs. 7 marzo 2005, n. 82). Questo sistema semplifica e riduce i costi del processo, eliminando la necessità di un notaio per il trasferimento telematico delle quote. Il secondo regime, anch'esso volontario, prevede l'intervento di intermediari, riducendo gli oneri di circolazione e facilitando la fluidità del mercato secondario.

L'obiettivo è quello di velocizzare e semplificare la circolazione delle partecipazioni, superando le tradizionali regole codicistiche sulla pubblicità. La facilità di trasferimento delle quote è vista come un vantaggio significativo, poiché il successo della raccolta di risorse da parte di un'impresa dipende in gran parte dalla possibilità di trasferire facilmente le partecipazioni, proteggendo così l'interesse degli investitori a disinvestire. La dematerializzazione delle quote di s.r.l. rappresenta un passo cruciale verso un sistema economico più efficiente e trasparente, semplificando l'accesso e la regolamentazione dei mercati di capitali. Questo processo, facilita l'interazione con il mercato dei capitali ed apre

---

<sup>72</sup> Cfr. N. CIOCCA, G. MARASÀ, «Il trasferimento delle partecipazioni», in *Le società a responsabilità limitata*, a cura di C. IBBA, G. MARASÀ, 1, 680 ss., 1/2020.

nuove possibilità non solo per le imprese ma anche per il *private banking* ed i consulenti finanziari. In un mondo sempre più digitale, la dematerializzazione delle quote societarie è una tappa indispensabile per qualsiasi azienda che voglia rimanere competitiva e innovativa.