

PUBBLICAZIONE TRIMESTRALE

ISSN: 2279-9737

Rivista
di Diritto Bancario

dottrina
e giurisprudenza
commentata

LUGLIO / SETTEMBRE

2024

rivista.dirittobancario.it

DIREZIONE

DANNY BUSCH, GUIDO CALABRESI, PIERRE-HENRI CONAC,
RAFFAELE DI RAIMO, ALDO ANGELO DOLMETTA, GIUSEPPE FERRI
JR., RAFFAELE LENER, UDO REIFNER, FILIPPO SARTORI,
ANTONELLA SCIARRONE ALIBRANDI, THOMAS ULEN

COMITATO DI DIREZIONE

FILIPPO ANNUNZIATA, PAOLOEFISIO CORRIAS, MATTEO DE POLI,
ALBERTO LUPOI, ROBERTO NATOLI, MADDALENA RABITTI,
MADDALENA SEMERARO, ANDREA TUCCI

COMITATO SCIENTIFICO

STEFANO AMBROSINI, SANDRO AMOROSINO, SIDO BONFATTI,
FRANCESCO CAPRIGLIONE, FULVIO CORTESE, AURELIO GENTILI,
GIUSEPPE GUIZZI, BRUNO INZITARI, MARCO LAMANDINI, DANIELE
MAFFEIS, RAINER MASERA, UGO MATTEI, ALESSANDRO
MELCHIONDA, UGO PATRONI GRIFFI, GIUSEPPE SANTONI,
FRANCESCO TESAURO+

COMITATO ESECUTIVO

ROBERTO NATOLI, FILIPPO SARTORI, MADDALENA SEMERARO

COMITATO EDITORIALE

GIOVANNI BERTI DE MARINIS, ANDREA CARRISI, ALESSANDRA
CAMEDDA, GABRIELLA CAZZETTA, PAOLA DASSISTI, ALBERTO
GALLARATI, EDOARDO GROSSULE, LUCA SERAFINO LENTINI
(SEGRETARIO DI REDAZIONE), PAOLA LUCANTONI, EUGENIA
MACCHIAVELLO, UGO MALVAGNA, ALBERTO MACER, MASSIMO
MAZZOLA, EMANUELA MIGLIACCIO, FRANCESCO PETROSINO,
ELISABETTA PIRAS, CHIARA PRESCIANI, FRANCESCO QUARTA,
GIULIA TERRANOVA, VERONICA ZERBA

COORDINAMENTO EDITORIALE

UGO MALVAGNA

DIRETTORE RESPONSABILE

FILIPPO SARTORI

NORME PER LA VALUTAZIONE E LA PUBBLICAZIONE

LA RIVISTA DI DIRITTO BANCARIO SELEZIONA I CONTRIBUTI OGGETTO DI PUBBLICAZIONE SULLA BASE DELLE NORME SEGUENTI.

I CONTRIBUTI PROPOSTI ALLA RIVISTA PER LA PUBBLICAZIONE VENGONO ASSEGNATI DAL SISTEMA INFORMATICO A DUE VALUTATORI, SORTEGGIATI ALL'INTERNO DI UN ELENCO DI ORDINARI, ASSOCIATI E RICERCATORI IN MATERIE GIURIDICHE, ESTRATTI DA UNA LISTA PERIODICAMENTE SOGGETTA A RINNOVAMENTO.

I CONTRIBUTI SONO ANONIMIZZATI PRIMA DELL'INVIO AI VALUTATORI.

LE SCHEDE DI VALUTAZIONE SONO INVIATE AGLI AUTORI PREVIA ANONIMIZZAZIONE.

QUALORA UNO O ENTRAMBI I VALUTATORI ESPRIMANO UN PARERE FAVOREVOLE ALLA PUBBLICAZIONE SUBORDINATO ALL'INTRODUZIONE DI MODIFICHE AGGIUNTE E CORREZIONI, LA DIREZIONE ESECUTIVA VERIFICA CHE L'AUTORE ABBA APPORTATO LE MODIFICHE RICHIESTE.

QUALORA ENTRAMBI I VALUTATORI ESPRIMANO PARERE NEGATIVO ALLA PUBBLICAZIONE, IL CONTRIBUTO VIENE RIFIUTATO. QUALORA SOLO UNO DEI VALUTATORI ESPRIMA PARERE NEGATIVO ALLA PUBBLICAZIONE, IL CONTRIBUTO È SOTTOPOSTO AL COMITATO ESECUTIVO, IL QUALE ASSUME LA DECISIONE FINALE IN ORDINE ALLA PUBBLICAZIONE PREVIO PARERE DI UN COMPONENTE DELLA DIREZIONE SCELTO RATIONE MATERIAE.

Rivista | dottrina
di Diritto Bancario | e giurisprudenza
commentata

SEDE DELLA REDAZIONE

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI TRENTO, FACOLTÀ DI GIURISPRUDENZA, VIA VERDI 53,
(38122) TRENTO – TEL. 0461 283836

Tra *tokenizzazione* e dematerializzazione della quota di partecipazione: l'apertura del capitale e la possibile crisi della S.r.l.*

SOMMARIO: 1. Premessa. – 2. Le quote di S.r.l. nella disciplina vigente: il rapporto tra l'art. 2468 c.c. e la disciplina delle quote speciali di *start-up* e PMI secondo il D.L. 179/2012. – 3. La complessa genesi della S.r.l. e le successive controversie sulla qualificazione delle quote nell'ordinamento del mercato mobiliare. – 4. Sull'opportunità di alcune scelte effettuate nella Legge Capitali. – 5. Sulla limitazione del regime di dematerializzazione alle sole quote emesse da “piccole” S.r.l. – 6. Sull'opportunità di un “doppio regime circolatorio”. – 7. Sulla “*tokenizzazione*” delle quote di S.r.l. ai sensi del D.L. 25/2023 e sulla loro negoziabilità nelle infrastrutture di mercato DLT. – 8. Gli scambi di quote *tokenizzate* – 9. La prospettiva di un “mercato dei capitali” delle S.r.l. – 10. Riflessioni sulle conseguenze dei recenti interventi legislativi.

1. *Premessa*

L'art. 3 della Legge 5 marzo 2024, n. 21 (c.d. “Legge Capitali”)¹, rubricato «dematerializzazione delle quote di PMI», introduce una

* Il presente contributo riprende e amplia il *paper* dal titolo «Tra tokenizzazione e dematerializzazione: l'inesorabile mutazione delle quote di S.r.l.» presentato il 24 febbraio 2024 a Roma in occasione del XV Convegno Associativo dell'Associazione Orizzonti del Diritto Commerciale. La relazione è destinata alla relativa raccolta di studi, attualmente pubblicata dall'Associazione sul proprio sito web (https://www.orizzontideldirittocommerciale.it/wp-content/uploads/2024/02/Di-Ciommo_Paper-XV-convegno-ODC-Tra-tokenizzazione-e-dematerializzazione-linesorabile-mutazione-delle-quote-di-S.r.l.pdf). Si ringraziano il Prof. Raffaele Lener e la Prof.ssa Paola Lucantoni per la loro guida costante e i loro indispensabili consigli e i Prof.ri Nicola De Luca, Laura Schiuma e Maurizio Onza per gli spunti di riflessione offerti nel corso della discussione dell'elaborato.

¹ Legge di iniziativa governativa il cui *iter* parlamentare è cominciato presso Senato con il deposito dell'A.S. n. 674 del 21 aprile 2022, approvato in prima lettura il 24 ottobre 2023. Successivamente trasmesso come A.C. n. 1515 e approvato in seconda lettura, con modificazioni, dalla Camera dei Deputati il 6 febbraio 2024. Nel corso della seconda lettura, la Camera dei Deputati ha modificato gli stanziamenti contenuti nell'art. 27 dell'allora D.d.L. “Capitali” a copertura del minor gettito delle imposte di bollo e di registro causati proprio dall'introduzione del regime di dematerializzazione delle quote di S.r.l. e, perciò, si è resa necessaria la trasmissione del D.d.L. al Senato come A.S. n. 674-B per una ultima approvazione in terza lettura.

norma peculiare e dirompente per il nostro mercato del capitale di rischio.

La norma apre alla possibilità per le quote di S.r.l. che hanno la qualifica di *start-up* innovative o di P.M.I. di accedere al sistema della gestione accentrata in regime di dematerializzazione ai sensi dell'art. 83-*bis* e ss. TUF.

A questo – più profondo – intervento si affianca, poi, la lettera *a-bis*) dell'art. 28, comma 2, del D.L. 17 marzo 2023, n. 25 che attribuisce alla Consob il potere di adottare un apposito regolamento con cui *estendere* le norme sulla *tokenizzazione* di strumenti finanziari alle quote di S.r.l.

2. Le quote di S.r.l. nella disciplina vigente: il rapporto tra l'art. 2468 c.c. e la disciplina delle quote speciali di start-up e PMI secondo il D.L. 179/2012

Come noto, la disciplina delle quote delle S.r.l. “tradizionali” è caratterizzata da marcate differenze rispetto alla corrispondente disciplina delle azioni.

L'essenza della disciplina – sostanziale – delle quote è delineata dall'art. 2468 c.c., secondo cui «le partecipazioni dei soci non possono essere rappresentate da azioni né costituire oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari» e «i diritti sociali spettano ai soci in misura proporzionale alla partecipazione da ciascuno posseduta».

Ciononostante, l'art. 2468 c.c. prevede anche che «se l'atto costitutivo non prevede diversamente, le partecipazioni dei soci sono determinate in misura proporzionale al conferimento» e che «resta salva la possibilità che l'atto costitutivo preveda l'attribuzione a singoli soci di particolari diritti riguardanti l'amministrazione della società o la distribuzione degli utili».

In altri termini, mentre le azioni hanno «uguale valore e conferiscono ai loro possessori uguali diritti» ai sensi dell'art. 2348, comma 1, c.c., lo statuto delle S.r.l. può attribuire diritti particolari a taluni soci e le quote possono *eventualmente* attribuire ai soci diritti quantitativamente

I fascicoli degli atti parlamentari e delle audizioni tecniche sono reperibili al seguente link: <https://www.senato.it/leg/19/BGT/Schede/Ddliter/57931.htm>.

diversi da quelli degli altri soci o, per dir così, *non-proporzionali* rispetto al conferimento da ciascuno sottoscritto e versato².

La disciplina delle quote evidenzia come la S.r.l. sia un tipo di società di capitali che, rispetto alle società azionarie, si caratterizza per un mercato *personalismo*.

Infatti, i diritti *non-proporzionali* o *particolari* dei soci sono in entrambi i casi attribuiti con apposita previsione statutaria (la prima riguardante la quota in sé, la seconda direttamente la posizione del singolo socio nella società), mentre il quarto comma dell'art. 2468 c.c. impone che la modifica dei diritti "*particolari*" attribuiti dallo statuto a un singolo socio possa *normalmente* avvenire con il consenso di tutti i soci.

Se il personalismo che caratterizza le quote e le S.r.l. nel loro complesso ha l'indubbio vantaggio di rendere la struttura societaria e il rapporto tra socio e società maggiormente flessibile, detta flessibilità rende difficile l'accesso delle S.r.l. *tradizionali* al mercato del capitale di rischio e, dunque, di reperirvi le risorse necessarie al finanziamento dell'impresa³.

² In dottrina, infatti, si parla di questa possibilità come espressione di un «divieto di standardizzazione» e, di conseguenza, come divieto di emettere «titoli di massa». In particolare, si v. M. NOTARI, *Diritti «particolari» dei soci e categorie «speciali» di partecipazioni*, in *Analisi giur. econ.*, 2003, 332 ss.; e V. DE STASIO, *Trasferimento della partecipazione nella s.r.l. e conflitto tra acquirenti*, Milano, 2008, 62 ss. Per una posizione contraria si v. N. DE LUCA, *Partecipazione «azionaria» e tipicità delle società di capitali*, in *Riv. dir. civ.*, 2004, II, 873 e 908 ss., il quale respinge l'interpretazione dell'art. 2468 c.c. come «divieto di standardizzazione», intendendo il divieto di emissione azionaria e di offerta al pubblico come un mero «divieto di emissione di titoli di credito» e, dunque, come divieto a fare «ricorso al mercato», conseguendone la preclusione di fare ricorso alla gestione accentrata come «tecnica di legittimazione e circolazione».

³ Sulla più generale materia dei diritti particolari dei soci di S.r.l. e sulla loro differenziazione rispetto alle quote speciali, si v. M. CIAN, "*Unitarietà*" e "*disgregabilità*" della partecipazione di s.r.l. nelle vicende organizzative, in *Giur. Comm.*, 2021, I, 396 ss.; ID., *S.r.l. PMI, s.r.l., s.p.a.: schemi argomentativi per una ricostruzione del sistema*, in *Riv. soc.*, 2018, 818 ss.; ID., *L'intestazione intermediata delle quote si s.r.l. PMI: rapporto societario, regime della circolazione*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2018, 1260 ss.; P. AGSTNER, A. CAPIZZI, P. GIUDICI, *Business Angels, Venture Capital e la nuova s.r.l.*, in *Orizzonti*, 2020, 353 ss.

La legge di circolazione delle quote è contenuta negli artt. 2469 e 2470 c.c. ed è parzialmente modellata sulla disciplina della circolazione azionaria, pur mantenendo una significativa autonomia.

Infatti, se nelle società azionarie (e, in generale, nelle società emittenti titoli di credito nominativi) il libro dei soci svolge ancora un ruolo importante ai fini della legittimazione del socio verso la società in seguito alle vicende circolatorie⁴, ciò non è più vero per le S.r.l.: l'abrogazione dell'art. 2478, comma 1, n. 1, c.c. ha, infatti, portato all'espunzione del libro soci dal novero delle scritture contabili obbligatorie per le S.r.l.⁵.

Mentre, poi, la circolazione delle azioni si basa sugli specifici negozi cartolari della girata o del *transfer*⁶, la legge di circolazione delle quote di S.r.l. delineata principalmente dall'art. 2470 c.c. richiede il rispetto di ben più gravosi obblighi di forma e un penetrante regime di pubblicità legale⁷. Regime, peraltro, che induce parte della dottrina e della giurisprudenza a qualificare la quota come un bene mobile (e immateriale) non registrato ai sensi dell'art. 812 c.c.⁸.

Gli adempimenti imposti dall'art. 2470 c.c., uniti alla particolare flessibilità strutturale del rapporto partecipativo e al divieto *ex art.* 2468 c.c. fanno sì che la quota di S.r.l. sia tradizionalmente esclusa dalla categoria dei valori mobiliari, rendendo la S.r.l. “tradizionale” una società a capitale strutturalmente chiuso.

Tutti fattori che hanno indotto il legislatore più recente a introdurre regimi con l'obiettivo di incentivare le nuove imprese a costituirsi in

⁴ Il libro dei soci, quale registro di corrispondenza per i titoli nominativi, è infatti utile al solo fine di verificare la corrispondenza tra il possessore del titolo e i soggetti legittimati a esercitare i diritti in esso incorporati.

⁵ Intervenuta per opera dell'art. 16, comma 12-*octies*, D.L. 29 novembre 2008, n. 185.

⁶ Negozi che rendono il libro dei soci sostanzialmente una scrittura contabile di verifica della corrispondenza tra il prenditore e il soggetto legittimato all'esercizio dei diritti incorporati dal titolo azionario.

⁷ Come noto, per il trasferimento *inter vivos* della quota è necessario che l'atto abbia almeno la forma di scrittura privata autenticata e l'atto deve essere reso pubblico con il suo deposito presso il competente Registro delle Imprese.

⁸ Cfr., in giurisprudenza, Cass., 23 gennaio 1997, n. 697 e Cass., 13 settembre 2007, n. 19161. In dottrina, v. V. DE STASIO, *op. cit.*, 93 ss. e O. CAGNASSO, *La società a responsabilità limitata*, in *Tratt. Cottino*, vol. V, Padova, 2007, 126 ss. e M. ONZA e L. SALAMONE, *sub art. 1 TUF*, in *Comm. cod. civ. Gabrielli*, vol. *Artt. 1987-2027. Leggi collegate*, R. LENER (a cura di), Torino, 2015.

forma societaria e di agevolare la progressiva apertura di esse al mercato dei capitali.

Conscio, infatti, dei limiti che caratterizzavano la S.r.l. “*tradizionale*”, tra il 2012 e il 2017 il legislatore ha innovato (in via solo derogatoria e, perciò, in modo disorganico) la disciplina delle S.r.l. *inventandosi* prima la figura delle *start-up innovative* e, poi, delle piccole e medie imprese (PMI) «costituite in forma di società di capitali». Queste fattispecie *definitorie* introducono profonde deroghe rispetto alla disciplina *codicistica* della S.r.l.

Con l’art. 26 del D.L. 18 ottobre 2012, n. 179 il legislatore ha stabilito che le S.r.l. ricadenti nei limiti dimensionali della *start-up* innovativa e, poi, della PMI possono: (i) ai sensi del comma 2, emettere delle c.d. “quote speciali”⁹ cui non si applica, ai sensi del successivo comma 5, il divieto di offerta al pubblico “nei limiti di quanto previsto dalle leggi speciali”; (ii) prevedere forme di partecipazione all’impresa ulteriori rispetto al solo capitale di rischio, consentendo (su base sempre eccezionale) l’emissione di strumenti finanziari partecipativi; e (iii) nei limiti dell’esecuzione di piani di incentivazione, compiere operazioni sulle proprie quote.

Contestualmente, è stato introdotto il primo nucleo della disciplina in materia di *equity crowdfunding* quale strumento d’elezione della raccolta di capitali presso il pubblico per questo particolare “tipo” di società¹⁰.

Queste iniziali misure, pur avendo timidamente aperto la struttura del capitale delle S.r.l., hanno avuto anche l’inevitabile risultato di ravvicinare la stessa S.r.l.-PMI a una specie di S.p.A. “*nana*”.

L’introduzione delle c.d. “quote speciali” sembra, infatti, aver irrigidito la struttura essenziale del rapporto partecipativo del socio al capitale: se è vero che l’art. 26 D.L. 179/2012 nulla dice in ordine all’attribuzione di diritti *non-proporzionali* o particolari anche ai

⁹ Del tutto analoghe alle categorie speciali di azioni introdotte nel 2003 per le S.p.A.; cfr. sul punto il parallelismo tra quote ed azioni speciali contenuto nella relazione illustrativa al D.L. 179/2012 (nella parte relativa all’art. 26) depositata dal Governo presso la Camera dei Deputati durante il procedimento di conversione in legge. Il documento è reperibile al seguente link: <http://documenti.camera.it/leg16/dossier/testi/D12179.htm>.

¹⁰ Come noto, la disciplina nazionale del *crowdfunding* è stata oggi integralmente riformata in adeguamento a quanto stabilito dal Regolamento (UE) 2020/1503.

detentori di quote speciali e se, perciò, sembrerebbe astrattamente ipotizzabile che lo statuto possa attribuire speciali diritti patrimoniali o amministrativi anche a questi, la soluzione negativa appare tuttavia preferibile¹¹.

¹¹ Così sembrerebbero suggerire anche G.F. CAMPOBASSO, *Manuale di Diritto Commerciale*, vol. 2, X ed., Torino, 2020, 571-574 e A. BUSANI, *Massime notarili e orientamenti professionali. Categorie di quote nella S.r.l.-PMI*, in *Le Società*, 2019, 493 ss. Pur non essendo esplicito sul punto, sembra di diversa opinione M. SPERANZIN, *S.r.l. piccole-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., il quale, al fine di evidenziare la legittimità delle quote speciali senza diritti di voto emesse ai sensi dell'art. 26 D.L. 179/2012, sottolinea come già sulla sola base dell'art. 2468 c.c. sia possibile argomentare per una maggior centralità del ruolo dell'autonomia statutaria rispetto alla struttura del capitale sociale e al rapporto partecipativo dei singoli soci rispetto alla società. Della questione si è – sia pur incidentalmente – occupato il Collegio Notarile del Triveneto con la Massima n. I.N.2. «I diversi diritti attribuibili alle categorie di quote nelle s.r.l.-PMI», che sottolinea all'ultimo capoverso che «nelle s.r.l.-PMI in cui siano stati attribuiti particolari diritti a singoli soci ai sensi dell'art. 2468, comma 3, c.c., non appare possibile creare categorie di quote il cui ambito operativo contrasti, anche solo potenzialmente, con quello dei particolari diritti». Secondo A. BUSANI, *op. cit.*, 495-496, nella S.r.l. sarebbe, inoltre, possibile la configurazione di una assemblea dei soci di categoria deputata a deliberare in ordine alle modifiche statutarie che incidono sulla loro posizione. Dello stesso avviso sembrano, da ultimo, anche I. CAPELLI, *La struttura finanziaria delle imprese e gli strumenti finanziari digitali. Prime considerazioni tra decentralizzazione e regolazione nel contesto del DLT Pilot Regime e del Decreto FinTech*, in *Il Diritto dell'Informazione e dell'Informatica*, 2023, 645 ss. e S. GUIZZARDI, *La s.r.l. che si apre al mercato*, in *Euro. dir. priv.*, 2024, p. 147 ss. L'ipotizzata creazione di una assemblea dei titolari delle quote speciali sul modello dell'assemblea ex art. 2376 c.c., tuttavia, non convince. È infatti dubbio che alle S.r.l. emittenti quote speciali possa applicarsi analogicamente l'art. 2376 c.c.: le «azioni speciali» sono tendenzialmente escluse dalle «assemblee generali», le quote «speciali» sono invece ammesse alle «decisioni [generali] dei soci». Inoltre, nella – pur flessibile – organizzazione della S.r.l. non pare si possano istituire organi sociali o di rilevanza sociale (ossia organi che *deliberano* e non solo *consigliano*) ulteriori rispetto a quelli contemplati dalla legge. Se, poi, il metodo collegiale è necessario per l'adozione di modifiche dell'atto costitutivo ai sensi dell'art. 2480 c.c., è anche vero che il metodo assembleare è obbligatorio nei casi espressamente previsti dall'art. 2479, comma 4, c.c., che non lo riserva ai soli soci «speciali» allo stesso modo in cui l'art. 2376 c.c. lo riserva agli azionisti «speciali». Ciò potrebbe indurre a credere che i soci «speciali» di S.r.l. siano meno tutelati degli azionisti «speciali». L'assemblea speciale è, infatti, un istituto creato con la riforma del 2003 allo scopo di prevenire i possibili *abusi* degli azionisti ordinari in danno degli azionisti speciali, impedendo ai primi di modificare i diritti previsti dallo statuto per i secondi senza il loro *consenso*.

Questo comporta un apparente vuoto di tutela. Infatti, in un *tipo* societario in cui il *metodo assembleare* non è tendenzialmente la regola (o comunque non ha la stessa estensione che ha nella S.p.A.), un'applicazione analogica dell'art. 2376 c.c. indurrebbe a credere che la S.r.l. emittente quote «speciali», più che dotarsi di un'assemblea di categoria, debba dotarsi di un meccanismo con cui i soci «speciali» possono *condizionare* l'adozione di una modifica statutaria che incida sulla disciplina della propria partecipazione, prevedendo, per es., che la modifica della disciplina delle diverse quote «speciali» emesse sia adottata con il voto favorevole di una maggioranza qualificata della categoria interessata. Ciò risulterebbe, infatti, conforme alla previsione di cui all'art. 2479-*bis*, comma 3, c.c. La soluzione “*non-assembleare*” viene, infatti, prospettata dal Collegio Notarile del Triveneto con la Massima n. I.N.11. «Assemblee speciali in presenza di quote di categoria», secondo cui «stante la mancanza di una disciplina legale espressa sul punto è opportuno che lo statuto di s.r.l.-PMI disciplini il procedimento decisionale che consente di adottare le delibere che pregiudicano i diritti dei titolari di una determinata categoria di quote di partecipazione. Sotto questo profilo si reputa legittima la clausola statutaria che dispone che tali decisioni, per essere valide, debbano essere approvate, oltre che dall'assemblea generale dei soci, anche da una determinata maggioranza dei titolari delle quote della categoria pregiudicata, mediante adozione di una loro specifica deliberazione collegiale ai sensi dell'art. 2479-*bis* c.c., con riconoscimento del diritto di recesso per i soci dissenzienti pregiudicati da tali decisioni. Si reputa altresì legittima la clausola dello statuto che richiede il consenso unanime dei titolari delle quote di una determinata categoria per adottare decisioni che pregiudichino i loro diritti». Peraltro, al fine di comprendere i limiti di applicazione di un siffatto “consenso di categoria”, si dovrebbe approfondire se le quote “standardizzate”, ormai espressamente *sdoganate* dall'art. 3 L. n. 21/2024, siano *effettivamente* speciali e, dunque, siano una «categoria». In assenza di previsioni che le differenzino nei diritti amministrativi o patrimoniali da queste *rappresentati*, le quote “standardizzate” sarebbero teoricamente soggette solo alle regole che realizzano la *standardizzazione* (per es., le regole sull'ammontare minimo o massimo di sottoscrizione, l'esclusione del principio di unità, l'applicazione del principio di indivisibilità, i metodi da applicare per il computo dei voti espressi in assemblea conseguenti all'applicazione di detti principi, etc.). Le quote “standardizzate” appaiono «speciali», dunque, solo nella *rappresentazione* dei diritti sociali, non nel *contenuto*. Perciò, la *specialità* delle quote “standardizzate” non atterrebbe tanto alla disciplina della partecipazione (e, dunque, ai diritti sociali da esse *contenuti*) quanto alla *quantità* e al modo in cui possono esprimere i medesimi diritti. Dunque, l'applicabilità dei meccanismi prospettati alle quote *solamente* “standardizzate”, ossia quelle quote “standardizzate” rappresentative di una posizione sociale identica a quella propria del socio *ordinario* per contenuti e diversa solo per la loro rappresentazione, risulterebbe limitata alla modifica delle “regole di *standardizzazione*” e a quelle che comportano una divaricazione tra la posizione sociale espressa dalle quote “ordinarie” e quella delle quote “standardizzate”. Sul rapporto tra specialità della partecipazione (sia pure degli strumenti finanziari partecipativi e non delle azioni) e diritti di “*voice*”, si v. R. LENER,

Gli interventi in questione non sembrano avere avuto il successo sperato dal legislatore anche in ragione delle incertezze applicative generate dalla norma in commento.

Le ambiguità contenute nell'art. 26 D.L. 179/2012 e i principi di unità e divisibilità della quota sembrano mal conciliarsi con la predisposizione di categorie speciali di quote convertibili in quote ordinarie secondo rapporti multipli di cambio o di altri meccanismi con simili effetti premiali¹². Ciò avrebbe indotto gli operatori a non farne un uso significativo, impedendo così lo sviluppo di prassi rilevabili o sufficientemente consolidate.

Allo stesso tempo, l'introduzione di una sede per lo scambio e la raccolta del capitale di rischio diversa rispetto ai più *tradizionali* mercati regolamentati (o MTF), con livelli di trasparenza e garanzia significativamente inferiori per gli investitori, avrebbe di fatto impedito che la più larga parte di questi ultimi (ossia gli investitori non professionali) sviluppassero un sostanziale disinteresse nei confronti delle *start-up* innovative e delle PMI.

Infine, l'assenza di una organica politica di raccordo che conducesse la S.r.l. anche ai mercati più *formali* dopo i *round* di raccolta sui portali

Voice dei soci, soci senza voice e concezione contrattuale della società per azioni, in *Riv. dir. civ.*, 2015, 480 ss.

¹² L'adozione di categorie di quote dotate di un voto maggiorato (analogamente all'attribuzione di diritti *non-proporzionali* in base alle norme del codice) o di quote speciali scambiabili con quote ordinarie secondo un apposito rapporto di cambio, pur essendo concepibile in astratto, sembra mal conciliarsi con il principio di unità e divisibilità della quota. La costanza del *numero* dei diritti di voto esercitabili in assemblea e della partecipazione del capitale e l'assenza di incorporazione di essi in un rigido e indivisibile *medium pulviscolare* (o, meglio, di unità di misura minima) quale è l'azione (in altri termini, il fatto che i voti e le partecipazioni complessive si possono esprimere solo in termini percentuali e sono, perciò, sempre pari al 100%) comporta che la maggiorazione dei diritti di voto di una categoria (o l'attribuzione della maggiorazione a un singolo socio in sede statutaria) ovvero la previsione di clausole di concambio di quote speciali con quote di altre categorie secondo un rapporto di cambio multiplo è solo apparente. L'effetto sostanziale della maggiorazione in questa situazione è quello di *sottrarre* la quantità di voti o la porzione di capitale rispetto a quelle attribuibili o, comunque, possedute dai detentori di quote ordinarie (o, meglio, "non-maggiorate"). Problemi, questi ultimi, che le azioni non possono porre in quanto tese a «rivolvere i problemi quantitativi connessi con l'esercizio dei diritti sociali» (cfr. C. ANGELICI, *La circolazione della partecipazione azionaria*, in *Tratt. Colombo-Portale*, vol. 2, Torino, 1991, 101 ss.).

di *crowdfunding*, come si vedrà, sembra avere lasciato incompleto il sistema della S.r.l.

3. *La complessa genesi della S.r.l. e le successive controversie sulla qualificazione delle quote nell'ordinamento del mercato mobiliare*

Come noto, l'attuale disciplina del tipo societario poggia (anche se sempre più debolmente) sulla complessa elaborazione della dottrina societaria tra la fine del XIX e la prima metà del XX secolo¹³.

La società anonima, quale antesignana dell'odierna società per azioni, era l'unico modello di società idoneo secondo le norme del tempo a rappresentare imprese di grandi dimensioni e, perciò, a potersi aprire al mercato e a raccogliere una compagine sociale numerosa emettendo azioni¹⁴. Ciò aveva giustamente indotto il legislatore ottocentesco (per vero già con il codice di commercio del 1865) a strutturare la società anonima secondo un articolato complesso di organi e strutture¹⁵.

Si potrebbe dire che il sistema conosciuto dalla codificazione *liberale* del 1865 e del 1882 concepiva solo due forme *estreme* di impresa commerciale lucrativa in forma societaria: l'impresa societaria piccolissima e meramente *associativa* (cui rispondevano i vari tipi di

¹³ Per una complessiva disamina storica, si v. M. STELLA RICHTER JR., *La società a responsabilità limitata dalle codificazioni dell'Ottocento al Codice della crisi d'impresa*, in *Riv. soc.*, 2019, 645 ss.

¹⁴ V. C. VIVANTE, *Trattato di Diritto Commerciale*, vol. II, Milano, IV ed., 1912, 112 ss. che, in relazione alla trasformazione di una società di persone in società anonima, afferma che ciò può certamente avvenire in quanto i soci collettivi intendano "aumentare il capitale aumentando i soci".

¹⁵ Ossia il consiglio di amministrazione cui era affidata la gestione dell'impresa sociale e, con il codice del 1882, il controllo esercitato dal collegio sindacale. Peraltro, a differenza del codice del 1865, il codice di commercio del 1882 innovò la struttura della società anonima introducendo per la prima volta il sistema del capitale minimo legale. Nel vigore della codificazione del 1865, infatti, il capitale minimo era imposto solamente dalla legislazione speciale (R.D. 14 gennaio 1864, n. 1062 e il correlato regolamento di cui al R.D. 12 febbraio 1865, n. 2157) applicabile alle società anonime o in accomandita per azioni emittenti azioni od obbligazioni al portatore. Il regime del capitale minimo legale precedente al 1882, peraltro, si configurava più come un criterio di valutazione dei commissari governativi ai soli fini del controllo per il rilascio del provvedimento di omologa e autorizzazione amministrativa alla pubblicazione degli atti costitutivi nella Gazzetta Ufficiale del Regno.

società di persone) e l'impresa grande o grandissima (cui rispondeva la società anonima e la correlata limitazione di responsabilità)¹⁶.

Entrambi i codici di commercio conoscevano un modello *alternativo* alla (o, meglio, una variazione della) società anonima *azionaria*: la società anonima *per quote*¹⁷.

Essa è, tuttavia, rimasta inattuata per circa ottant'anni e la dottrina dell'epoca si è chiesta le ragioni di un così duraturo e profondo insuccesso.

Alcuni hanno individuato le cause del fallimento nell'evidenza che le società anonime *per quote* fossero pur sempre soggette ai requisiti organizzativi e al sistema di governo societario tipico delle società anonime *azionarie*: pur non emettendo azioni e adottando una struttura chiusa, l'anonima *per quote* comportava per i soci la rinuncia *nei fatti* al beneficio (sia pure solo potenziale) di adottare un capitale a struttura *aperta* senza alcun *alleggerimento* nel sistema di governo societario¹⁸.

Nei primi decenni del XX Secolo emersero, poi, sempre più chiaramente le criticità del sistema societario precedente al codice civile del 1942¹⁹.

Si evidenziava un insostenibile sovradimensionamento delle strutture richieste dal codice rispetto a imprese che, pur essendo di modeste dimensioni, ormai *accedevano* alla società anonima a causa della progressiva svalutazione monetaria che nel tempo aveva eroso

¹⁶ Si affermava che la limitazione trovasse giustificazione nella grande dimensione dell'impresa (e dunque del rischio) e nella prospettiva di lungo o lunghissimo periodo nella durata dell'impresa sociale. Ha progressivamente preso corpo, poi, l'opinione secondo cui l'ordinamento societario recato dal codice di commercio del 1882 fosse ormai divenuto inadeguato, in quanto esso conosceva la società anonima come sola forma di società di capitali (lucrative) cui era riconosciuto il beneficio della limitazione di responsabilità. Sul punto, v. A. BRUNETTI, *Trattato del Diritto delle Società*, vol. III, Milano, 1950, 3 ss.

¹⁷ V. sul punto C. VIVANTE, *op. cit.*, 264 ss. per quel che riguarda la disciplina allora vigente.

¹⁸ V. T. ASCARELLI, *Le società a responsabilità limitata e la loro introduzione in Italia*, in *Riv. dir. comm.*, 1924, I, 449 ss. e A. BRUNETTI, *op. cit.*, 6 ss.

¹⁹ Dagli anni '20 del XX secolo, infatti, la dottrina ha sempre più marcatamente lamentato l'inadeguatezza della società anonima per il contesto produttivo dell'epoca. Il codice di commercio del 1882 e il legislatore successivo, infatti, hanno perseverato nel trascurare l'esigenza di dare forme (societarie) adeguate alle imprese *medie* dimensioni con benefici ravvicinabili a quelle delle imprese di grandi o grandissime dimensioni. V. sul punto T. ASCARELLI, *op. cit.*

l'iniziale onerosità del milione di lire quale capitale minimo legale e della possibilità di eseguire parzialmente i conferimenti sottoscritti dagli azionisti.

Generalmente si parlava, infatti, del problema delle c.d. "anonime tascabili"²⁰.

Era chiaro che la società anonima *per quote* dovesse essere sostituita da un nuovo e più adeguato tipo societario: in tale contesto, tra il 1921 e il 1925, furono elaborati due progetti di riforma del codice di commercio che avevano l'obiettivo di introdurre un tipo societario intermedio tra la piccola impresa societaria personalistica e la grandissima impresa capitalistica.

Tuttavia, la dottrina prevalente tendeva a indicare la necessità che questo nuovo tipo si configurasse con tendenze personalistiche particolarmente spiccate²¹.

In questo fu essenziale l'esperienza della società a garanzia limitata austroungarica (*Gesellschaft mit beschränkter Haftung* o GmbH.), regolata dalla legge austriaca del 6 marzo 1906, B.L.I., n. 58²².

²⁰ Parte della dottrina si doleva di ciò non tanto in funzione dell'inadeguatezza dell'ordinamento societario rispetto al sistema produttivo del Paese, vedendo piuttosto nella troppo larga diffusione della "piccola" società anonima (e della conseguente responsabilità limitata) il pericolo di abusi a danno dei creditori. V. sul punto L. MOSSA, *La società anonima e i denti del drago*, Pisa, 1941, 4 ed E. SOPRANO, *La società a responsabilità limitata nel nuovo codice civile*, in *Riv. dir. comm.*, 1941, I, 394 ss. In particolare, SOPRANO sottolinea a p. 397-398 come «in Italia la pratica aveva fatto ricorso all'anonima anche per le minori imprese. Pullulavano le "piccole anonime", costituite con capitali talvolta perfino irrisori, che, colla riforma azionaria, offrivano la maschera per celare al pubblico l'identificazione dei vari interessati, mentre la vincolabilità delle azioni (largamente consentita dalla giurisprudenza) dava modo di evitare l'intervento diretto nella società di intrusi, senza bisogno di ricorrere al tipo, che pure il codice di commercio offriva [...] della anonima per quote». N. DE LUCA, *Circolazione delle azioni e legittimazione dei soci*, Torino, 2007, a p. 261 ricollega l'insuccesso dell'anonima per quote alla mancata previsione di una disciplina differenziata.

²¹ Parte della dottrina dell'epoca ha tentato di suggerire al legislatore *temperamenti* alla struttura fortemente capitalistica della "società a garanzia limitata" originale o che quantomeno garantissero, pur in un capitale e in una compagine sociale rigidamente chiusa, un sufficiente livello di frammentazione della proprietà e un diritto di prelazione sulle quote a tutela della compagine sociale che ha costituito l'ente. Si veda anche il par. 1011 della Relazione illustrativa al c.c. che dà una efficace sintesi del dibattito dottrinale precedente. V. sul punto A. BRUNETTI, *op. cit.*, 19-13.

²² La GmbH è stata *importata* in Italia in seguito all'annessione delle Province di

Memore anche del (e forse nonostante) l'allora nuovo ordinamento corporativo, la codificazione del 1942 disciplina la neonata società a responsabilità limitata optando per un modello flessibile sia nei rapporti tra i soci, sia nelle dimensioni attuali e future dell'attività di impresa esercitata tramite essa.

La struttura del capitale e della compagine sociale della *nuova* S.r.l. è sì chiusa, ma non con quelle rigidità *personalistiche* che si proponeva di introdurre nel progetto del 1925 per la «società a garanzia limitata»²³.

Per il legislatore del 1942, infatti, il carattere personale della società si osserva nella possibilità di attribuire statutariamente e a singoli soci speciali diritti che trovano la propria fonte nel contratto sociale e non sono incorporati nel rapporto partecipativo²⁴; la quota è, poi, lo *strumento* con cui si evidenzia ulteriormente il carattere personale della

Trento, Bolzano, Trieste e Gorizia dopo la Grande Guerra. Le società a responsabilità limitata di diritto austroungarico esistenti nel territorio delle *nuove* Province continuarono a esistere ed essere regolate dal loro ordinamento di origine, potendo anche esserne costituite nuove società secondo tale disciplina (alla condizione che la loro sede legale fosse fissata nelle Province di Trento, Bolzano, Trieste o Gorizia). Cfr. sul punto l'art. 3 del R.D. 4 novembre 1928, n. 2325 concernente «l'unificazione legislativa nei territori annessi al Regno [d'Italia]». La norma – formalmente abrogata nel 2010 – stabiliva che: «Fino a nuove disposizioni di carattere generale, restano in vigore la legge 6 marzo 1906, B.L.I., n. 58, sulle società a garanzia limitata e le ordinanze complementari, in quanto non siano state derogate o abrogate dopo l'annessione, salvo quanto è disposto nell'art. 42 del presente decreto. / I richiami della legge sopraindicata a norme della legislazione precedente si intendono riferiti alla nuova legislazione, la quale si applicherà inoltre in tutto ciò che non sia regolato dalla legge speciale. / Per le forme di pubblicità si osservano le disposizioni stabilite per le società anonime, esclusa la pubblicazione degli atti nel Bollettino delle Società per azioni prescritta nell'art. 95 del Codice di commercio. / I poteri attribuiti dalla legge sopraindicata alla procura di finanza saranno esercitati dal Pubblico Ministero». Cfr. anche il par. 1004 della Relazione illustrativa al c.c.

²³ Per es., nel progetto del 1925 la società a garanzia limitata avrebbe potuto includere un numero di soci non inferiore a tre e non superiore a venticinque e solo i soci potevano assumere l'amministrazione del patrimonio e dell'impresa sociale. V. sul punto A. BRUNETTI, *op. cit.*, 14. Si v., inoltre, la Relazione Illustrativa del Ministro Guardasigilli, On. Alfredo Oviglio, al Disegno di Legge n. C.2013 del 10 febbraio 1923 di delega al governo per l'approvazione dei nuovi codici. La relazione è stata pubblicata in *Riv. dir. comm.*, 1923, I, 253 ss. La scheda illustrativa del Disegno di Legge è disponibile al seguente link: <https://storia.camera.it/documenti/progetti-legge/2013-delega-al-governo-della-facolta-arrecare#nav>.

²⁴ Cfr. par. 1010 della Relazione illustrativa al c.c.

partecipazione sociale cui, perciò, «non è giustificat[o]» applicare la stessa modalità e forme di circolazione tipiche delle azioni²⁵.

Proprio quest'ultimo passaggio della Relazione al codice sembra porsi in contraddizione con la precedente scelta di non imporre un numero massimo o minimo di soci.

La Relazione del Guardasigilli al nuovo codice civile evidenzia una sostanziale (e per l'epoca innovativa) indifferenza dell'ordinamento tanto nei confronti delle S.r.l. a base sociale ristretta, quanto verso una S.r.l. a proprietà *diffusa* o *frammentaria*²⁶.

La dottrina successiva, anche recente, ha indagato i motivi di una tale scelta arrivando alla conclusione che la S.r.l. nascesse in un non troppo implicito intento del legislatore di configurarla come una società essenzialmente chiusa e con una struttura del capitale inidonea ad accedere al mercato (e, dunque, a sollecitare il pubblico dei risparmiatori)²⁷ e ciò ha influito sulla qualificazione della quota unicamente come prodotto finanziario.

Una tale tendenza interpretativa è dunque rimasta pressoché immutata sino agli inizi del XXI Secolo e, precisamente, sino al 2000: con il nuovo millennio le istituzioni europee (e, di conseguenza, il legislatore italiano) hanno avviato un profondo processo riformatore che portasse al progressivo accesso delle piccole e medie imprese al mercato del capitale di rischio²⁸.

La letteratura economica tra la fine del secolo scorso e l'inizio del millennio ha infatti sempre più fortemente evidenziato la necessità per le *start-up* innovative, prima, e per le piccole e medie imprese, poi, di

²⁵ V. par. 1012 della Relazione illustrativa al c.c. Di quest'ultima circostanza, tuttavia, la Relazione non offre alcun ulteriore approfondimento, né motiva le ragioni della scelta.

²⁶ V. par. 1008 della Relazione illustrativa al c.c.

²⁷ V. per l'appunto, M. NOTARI, *op. cit.*, e V. DE STASIO, *op. cit.*, *sub* nt. 2. Cfr., inoltre P. SPADA, *Classi e tipi di società dopo la riforma organica (guardando alla «nuova» società a responsabilità limitata)*, in *Riv. dir. civ.*, 2003, 489 ss. Peraltro, già nel lontano 1912, C. VIVANTE, *op. cit.*, 264 ss., segnalava, sia pure in relazione alla società anonima *per quote*, che il sistema delle quote fosse di per sé preclusivo (dunque, al di là dei divieti legali) all'accesso o alla formazione dei «listini di borsa» e che proprio per questa ragione il codice di commercio autorizzava le sole società anonime *azionarie* a farne parte.

²⁸ V. sul punto le Conclusioni della Presidenza, Consiglio Europeo di Lisbona, 23 e 24 marzo 2000, parr. 14 e 15.

aprirsi al mercato per finanziare le proprie imprese a condizioni migliori rispetto al finanziamento di natura creditizia e, così, colmare il c.d. “*equity gap*”²⁹.

Questo processo ha avuto un primo compimento in Italia con l’entrata in vigore degli artt. 25 ss. e 30 del D.L. 179/2012, che hanno rispettivamente introdotto la figura della *start-up* innovativa e la disciplina dei portali e delle raccolte di *crowdfunding*. Alla *start-up* innovativa si è poi affiancata la «PMI innovativa» in forza dell’art. 4 del Decreto-Legge 24 gennaio 2015, n. 3.

Dopo un breve periodo di tempo, entrambe le figure sono state *fuse* con l’introduzione della figura *trasversale* della PMI, per dir così, *generica* con l’introduzione dell’art. 1, comma 70, L. 11 dicembre 2016, n. 232 e dell’art. 57, D.L. 24 aprile 2017, n. 50³⁰.

L’introduzione della disciplina del *crowdfunding* ha certamente rappresentato una *timida* apertura capitale prima delle *start-up* innovative e, poi, delle PMI, ma la sua disciplina è stata caratterizzata dal legislatore, in primo luogo, come una eccezione regolata dalla legge speciale rispetto alle ordinarie previsioni societarie e del mercato mobiliare³¹.

Perciò, la dottrina successiva al 2012 sembra avere pressoché unanimemente dato per scontato che la quota di partecipazione al

²⁹ Per un esame degli studi economici che hanno condotto a tali valutazioni tra gli anni '70 e i primi anni del 2000, v. L. CANOVI, A.G. GRASSO e V. VENTURELLI, *Il fabbisogno di capitale di rischio delle PMI innovative*, in *Banca imp. soc.*, 2007, 309 ss.

³⁰ Figura introdotta nel 2015 essenzialmente per consentire una continuità di disciplina alle *start-up* innovative costituite da un tempo superiore ai 4 anni inizialmente previsti dal D.L. 179/2012 per beneficiare della qualifica di *start-up* innovativa e di tutte le conseguenti agevolazioni fiscali e societarie. In seguito, il legislatore ha inteso generalizzare nel 2017 la figura delle PMI (innovative e non) e i conseguenti benefici speciali in materia societaria riservando, poi, le speciali agevolazioni fiscali alle sole società a carattere innovativo.

³¹ Peraltro, il sistema del *crowdfunding* non favoriva (né tutt’oggi favorisce) la standardizzazione dei rapporti: il portale di raccolta appare uno strumento utile a mettere in contatto investitore e impresa con condizioni di investimento definite unicamente per obiettivi che, il più delle volte, si pongono come condizioni di efficacia della sottoscrizione. Sulla piattaforma, in sostanza, non viene offerta al pubblico degli investitori un rapporto partecipativo e di raccolta già (pre-)definito in tutte le sue caratteristiche fondamentali.

capitale di una S.r.l. fosse ancora esclusivamente un «*prodotto finanziario*»³².

Ciononostante, le caratteristiche delle quote di partecipazione e l'assenza di un sistema che ne agevolasse la circolazione tra gli investitori hanno relegato sino a oggi la quota di S.r.l. al ruolo di “valore non (agevolmente) negoziabile” e, perciò, estranea alla nozione di «strumento finanziario» introdotto dalle tre grandi riforme del mercato mobiliare europeo, ossia la Direttiva 1993/22/CEE e le due MiFID.

4. *Sull'opportunità di alcune scelte effettuate nella Legge Capitali*

Come si è detto, per favorire una gestione delle partecipazioni più semplice e agevolare l'accesso delle S.r.l. al mercato dei capitali, l'art. 3 della Legge Capitali estende il sistema della dematerializzazione *tradizionale* anche alle quote di S.r.l.

La norma modifica l'art. 26 del D.L. 179/2012 introducendo i commi da *2-bis* a *2-quater*, ai sensi dei quali: (a) «le quote appartenenti alle categorie del comma 2 [ossia le c.d. “categorie di quote”, ordinarie e speciali], aventi eguale valore e conferenti uguali diritti, delle società di cui al medesimo comma, possono esistere in forma scritturale ai sensi di quanto previsto dall'articolo 83-*bis* del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58»; (b) «alle quote emesse in forma scritturale ai sensi del comma *2-bis* si applica [la normativa (anche di rango secondario) in materia di gestione accentrata di strumenti finanziari in regime di dematerializzazione]»; e (c) «per le società di cui al comma 2 che si avvalgono della disciplina del comma *2-bis* è obbligatorio tenere il libro dei soci. Per le quote di partecipazione emesse in forma diversa da quella scritturale, devono essere indicati nel libro soci, distintamente per ogni categoria, il nome dei soci, la partecipazione di spettanza di ciascuno, i versamenti fatti sulle partecipazioni, nonché le variazioni nelle persone dei soci. Per le quote emesse in forma

³² V., in particolare, BENAZZO, *La S.r.l. start up innovativa*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2014, 101 ss.; M. MALTONI e P. SPADA, *L'impresa start up innovativa costituita in società a responsabilità limitata*, in *Riv. not.*, 2013, 579 ss.; O. CAGNASSO, *Note in tema di start up innovative, riduzione del capitale e stato di crisi (dalla “nuova” alla “nuovissima” S.r.l.)*, in *Nuovo dir. soc.*, n. 5, 2014, 9 ss.; G.P. LA SALA, *Start-up innovative: fattispecie e costituzione in forma di S.r.l.*, in *Riv. soc.*, 2017, 1118 ss.

scritturale, la società è tenuta ad aggiornare il libro soci conformemente a quanto previsto per le azioni dall'articolo 83-*undecies*, comma 1, del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58. Le risultanze del libro sono messe a disposizione dei soci, a loro richiesta, anche su supporto informatico in un formato comunemente utilizzato».

Inoltre, l'art. 3 della Legge Capitali stabilisce anche che il regime di dematerializzazione intermediata delle quote di S.r.l. che hanno promosso raccolte di *crowdfunding*³³ prevista dal comma 2 dell'articolo 100-*ter* TUF è regime alternativo *anche* al regime di dematerializzazione introdotto dal nuovo comma 2-*bis* e ss. dell'articolo 26 D.L. 179/2012.

Consentire l'accesso al *solo* regime di dematerializzazione e non alla gestione accentrata di titoli di credito sembra una scelta opportuna.

L'accesso alla, sia pur desueta, gestione accentrata non-dematerializzata avrebbe provocato non indifferenti difficoltà interpretative, sia in quanto le S.r.l. non possono in principio emettere azioni (e, più in generale, titoli di credito)³⁴, sia in quanto le quote di partecipazione, diversamente dalle azioni, non sono *strumenti* caratterizzati dalla medesima *uniformità* o, meglio, possibilità di standardizzazione³⁵.

³³ Ossia l'intestazione delle quote della S.r.l. che ha promosso la raccolta a nome di un intermediario «per conto [dei] terzi» investitori (e la relativa pubblicazione di siffatta intestazione nel Registro delle Imprese).

³⁴ Salvo adottare una interpretazione estensiva della disapplicazione del divieto di cui all'art. 2468 c.c. stabilita dall'art. 26, comma 5, D.L. 179/2012 anche con riferimento al divieto di emissione azionaria.

³⁵ Il sistema della gestione accentrata di titoli di credito, infatti, è stato concepito negli anni '80 del secolo scorso per gli emittenti di azioni e obbligazioni al fine di semplificare la gestione di questi ultimi per gli intermediari che, ricevendole dai propri clienti nell'ambito di un rapporto contrattuale di deposito e amministrazione di titoli, dovevano svolgere tutte le (gravose) attività di riscossione, di *cura* e di *agevolazione* all'esercizio dei diritti amministrativi elencate dall'art. 1838 c.c. Per un esame del primo "sistema Monte titoli" e la sua iniziale da sistema di gestione accentrata a sistema di dematerializzazione di titoli, cfr. R. LENER, *La Dematerializzazione dei titoli azionari e il sistema Monte titoli*, Milano, 1989. In ordine agli ultimi sviluppi interpretativi in materia di dematerializzazione obbligatoria di titoli di credito, cfr. R. LENER e G. BONANTE, *Dematerializzazione obbligatoria di titoli soggetti alla lex societatis italiana*, 25 novembre 2021, in www.dirittobancario.it.

Le norme appena introdotte appaiono, ad ogni modo, una scelta a dir poco dirompente rispetto al sistema e alle prassi di mercato esistenti e consolidate.

L'art. 3 della Legge Capitali sembra ormai fornire argomenti decisivi a chi ha sostenuto nell'ultimo decennio che le quote di S.r.l. non possono più qualificarsi *soltanto* come «prodotti finanziari» e che esse possono ricadere, sia pure al ricorrere di specifiche condizioni, tra i «valori mobiliari» e, perciò, tra gli «strumenti finanziari»³⁶.

In primo luogo, le norme in discorso sembrano ridurre ulteriormente l'ambito di applicazione del divieto di cui all'art. 2468 c.c.

Il divieto, infatti, era già parzialmente inoperante in forza dell'art. 26, comma 5, D.L. 179/2012 e viene oggi ulteriormente *indebolito* dal nuovo comma 2-*ter* introdotto dalla Legge Capitali.

L'art. 26, comma 5, del D.L. 179/2012 deroga, infatti, al divieto di emissione azionaria offerta al pubblico previsto dall'art. 2468 c.c. «nei limiti di quanto stabilito dalle leggi speciali».

Perciò, già nell'ambito della disciplina delle società che accedono alle raccolte di *crowdfunding* se ne doveva dedurre che l'offerta al pubblico delle quote fosse comunque consentita in occasione di dette raccolte in via d'eccezione alla regola prevista dall'art. 2468 c.c.

Con l'introduzione del comma 2-*ter* all'art. 26 del D.L. 179/2012 Legge Capitali, il divieto di emissione azionaria e offerta al pubblico risulterebbe ridotto a un sottilissimo *velo*.

Infatti, l'accesso alla dematerializzazione ai sensi dell'art. 83-*bis* e ss. TUF comporta la *sottrazione* dello strumento *ammesso* al sistema dalla propria legge *ordinaria* di circolazione³⁷ e il suo contestuale assoggettamento alla legge di circolazione *dematerializzata* (o scritturale) prevista proprio dagli artt. 83-*bis* ss. TUF.

³⁶ Cfr. sul punto, E. CUSA, *Le quote di s.r.l. possono essere valori mobiliari*, in *Riv. soc.*, 2019, 675 ss. Peraltro, il considerando n. 13 al Regolamento (UE) n. 1503/2020 in materia di *crowdfunding* qualifica già di per sé le quote di «società private a responsabilità limitata» come valori mobiliari, al pari delle azioni. Sembra infatti che l'ordinamento europeo sia di per sé orientato nel senso di parificare azioni e quote ai fini della definizione di «valori mobiliari».

³⁷ Nel caso delle quote, l'obbligo di concludere gli atti di cessione in forma di scrittura privata autenticata e di provvedere alla sua pubblicazione nel Registro delle Imprese.

Ne conseguirebbe che le quote ammesse alla dematerializzazione sarebbero assoggettate alla legge di circolazione degli strumenti dematerializzati di cui agli artt. 83-*bis* ss. TUF tanto quanto lo sono oggi le azioni e le obbligazioni, potendo perciò circolare in forme molto più agevoli.

Inoltre, l'accesso al sistema della dematerializzazione e la *standardizzazione* della partecipazione che ciò comporta (peraltro per espressa previsione di legge³⁸) renderebbe la quota di S.r.l. o, comunque, le quote appartenenti alla categoria *dematerializzata* astrattamente «negoziabili nei mercati di capitali».

La «negoziabilità», intesa come possibilità per il prenditore di scambiare strumento *detenuto* e come assenza in concreto di vincoli alla sua circolazione è il carattere essenziale che conforma la struttura dei valori mobiliari in generale³⁹.

La definizione di «valori mobiliari» di cui all'art. 1, comma 1-*bis*, TUF e all'art. 4, par. 1, n. 44, della Direttiva 2014/65/UE (c.d. «MiFID II») evidenzia come essi sono «categorie di valori che possono essere negoziati nel mercato dei capitali, quali ad esempio»: (a) le azioni «e altri titoli equivalenti ad azioni di società, di partnership o di altri soggetti e certificati di deposito azionario»; (b) le obbligazioni «e altri titoli di debito»; o (c) «qualsiasi altro valore mobiliare che permetta di acquisire o di vendere tali valori mobiliari o che comporti un regolamento a pronti determinato con riferimento a valori mobiliari, valute, tassi di interesse o rendimenti, merci o altri indici o misure».

La locuzione «ad esempio» utilizzata dal legislatore (europeo e nazionale) induce a qualificare la fattispecie dei valori mobiliari come una fattispecie strutturalmente aperta.

Quella di *valore mobiliare* è nozione *flessibile*, idonea ad abbracciare diversi *fenomeni* accomunati tra loro da specifici tratti essenziali (i.e., la negoziabilità e un sufficientemente *radicamento* nelle prassi e nei mercati interessati).

³⁸ Si, noti, infatti che accedono al sistema le quote che «*hanno eguale valore e attribuiscono eguali diritti*», formulazione non diversa da quella adottata nell'ordinamento per le azioni ordinarie di S.p.A.

³⁹ V. sul punto, A. DENTAMARO, *Azioni, quote di S.R.L. PMI e loro negoziabilità nel mercato dei capitali e nelle sedi di negoziazione*, in *Giust. civ.*, 2022, 823 ss.; E. GABRIELLI, R. LENER, *Mercati, strumenti finanziari*, in E. GABRIELLI, R. LENER (a cura di), *I contratti del mercato finanziario*, Torino, II ed., 2011, 20-26.

Peraltro, se è vero che l'elenco delle fattispecie *tipiche* dei valori mobiliari comprende solo figure che assumono la forma di titoli di credito (le azioni, le obbligazioni, i certificati di deposito, etc.), è anche vero che: (i) la definizione "generale" di valore mobiliare non sembra riferirsi a *valori* esclusivamente incorporati in titoli di credito, ma a *categorie di valori*, ossia a *fenomeni economici* caratterizzati da una certa *uniformità* di sostanza e dotati di una sufficiente *notorietà* nel mercato cui accedono⁴⁰; e che (ii) le azioni non sono l'unica *forma* con cui può essere rappresentato il diritto di partecipazione dei soci al capitale di rischio di una società⁴¹.

La definizione di «valori mobiliari», in effetti, menziona espressamente i «titoli» che siano «equivalenti alle azioni».

Se interpretata letteralmente, questa locuzione potrebbe indurre a escludere le partecipazioni che non sono rappresentate da titoli di credito dall'ambito della nozione.

Tuttavia, una simile interpretazione sembrerebbe troppo formalistica e destinata ad essere superata dagli ultimi sviluppi normativi⁴².

Le quote di S.r.l. sono, infatti, *forme* di partecipazione al capitale di rischio che, pur non essendo rappresentate da titoli di credito, hanno la medesima funzione sostanziale delle azioni, a maggior ragione se queste siano poi immesse in un sistema di gestione accentrata dematerializzata presso un depositario centrale e siano (di fatto o per conseguenza) assoggettate a un "*obbligo di standardizzazione*" che le

⁴⁰ Si v. M. ONZA e L. SALAMONE, *op. cit.*, 552-553, che individuano nella – necessaria – riconoscibilità socioeconomica e nella capacità di generare significativi flussi di domanda e offerta le caratteristiche essenziali della negoziabilità dei «valori mobiliari».

⁴¹ Cfr. E. RIGHINI, *I valori mobiliari*, Milano, 1983, 1-57 e M. FRATINI, sub *art. 1, comma 1, lett. u)*, *comma 1-bis, lett. a), b), c)*, *comma 1-ter e comma 2*, in *Comm. t.u.f. Fratini-Gasparri*, vol. I, Torino, 2012, 26-29. Si noti, inoltre, l'ampia formulazione inizialmente adottata dalla Direttiva 1993/22/CEE, che all'art. 1, par. 1, n. 4, definisce i «valori mobiliari» come, *inter alia*, «le azioni e qualsiasi altro valore assimilabile alle azioni».

⁴² Si v. E. RIGHINI, *op. cit.*, 6-18, affermava già nel 1993 che la nozione di valori mobiliari fosse ormai stata investita da un processo di «decartolarizzazione» e si stesse perciò emancipando, dunque, dai – soli – titoli di credito (siano essi destinati o meno al mercato di massa). L'evoluzione della normativa si è sempre più discostata, poi, dal collegamento tra «valore mobiliare» e «titolo» *cartolare*. Cfr. sul punto, R. LENER, E. GABRIELLI, *op. cit.*, 15-18.

esonera in gran parte dall'applicazione del divieto di cui all'art. 2468 c.c.⁴³.

Peraltro, il Provvedimento unico sul *post-trading* della Consob e della Banca d'Italia del 13 agosto 2018 prevede espressamente all'art. 34, comma 2, che «possono essere volontariamente immessi nel sistema di gestione accentrata in regime di dematerializzazione ai sensi dell'articolo 83-*bis*, comma 3, strumenti finanziari diversi da quelli previsti dai precedenti commi 1 e 2».

Il che sembrerebbe confermare, anche se sulla base della sola normativa secondaria, che l'accesso – sia pur volontario – alla dematerializzazione renderebbe le quote di *start-up* e PMI tendenzialmente qualificabili come strumenti finanziari (nella specie, valori mobiliari) se ed in quanto esse siano ammesse dal gestore al proprio sistema di gestione accentrata in regime di dematerializzazione; ciò, si può ipotizzare, almeno perché l'accesso alla dematerializzazione, pur non rendendo certa l'esistenza di un mercato in cui negoziare risponde alla necessità di rendere più «agile lo scambio»⁴⁴.

5. Sulla limitazione del regime di dematerializzazione alle sole quote emesse da “piccole” S.r.l.

È da evidenziare che la Legge Capitali non sembra poi ammettere le quote di *tutte* le S.r.l. alla dematerializzazione: l'art. 3 della Legge Capitali *inserisce* le norme sulla dematerializzazione delle quote di S.r.l. *solo* nell'art. 26 del D.L. 179/2012 (e non anche le corrispondenti norme codicistiche).

⁴³ E, in effetti, già E. RIGHINI, *op. cit.*, 144-146, pur se nel contesto dei primissimi anni 90 in cui la nozione di valore mobiliare mutava la propria estensione in base alle finalità delle singole normative che regolavano per ciascun settore finanziario, ammetteva la possibilità – almeno astratta – che le quote di S.r.l. ricadessero nella *variegata* nozione di valore mobiliare allora conosciuta dall'ordinamento finanziario nazionale. Ordinamento che, peraltro, sarebbe stato di lì a poco riformato con l'attuazione della Direttiva 1993/22/CEE nel 1996 (il c.d. “decreto Eurosim”) e reso, poi, più organico con la “*codificazione*” recata dal TUF nel 1998. Cfr. sul punto, inoltre, R. LENER, E. GABRIELLI, *op. cit.*, 15-18.

⁴⁴ L'espressione è tratta da M. ONZA e L. SALAMONE, *op. cit.*, 552. In termini sostanzialmente analoghi sulla funzione dell'accesso alla dematerializzazione quale mezzo che agevola la negoziabilità e, dunque, l'appello al pubblico risparmio si esprime anche N. DE LUCA, *Partecipazione «azionaria» e tipicità*, *cit.*, 908.

Ciò ha l'effetto implicito di limitare questa innovazione alle quote delle sole S.r.l. qualificabili come: (i) *start-up* innovative ex art. 25, comma 2, D.L. 179/2012; o (ii) PMI.

Ne deriverebbe, perciò, che dal sistema della dematerializzazione saranno paradossalmente escluse le c.d. “grandi S.r.l.”.

Ciò non sembra di facile comprensione, né fondato su una qualche plausibile giustificazione⁴⁵.

⁴⁵ Inoltre, la scelta di limitare l'accesso alle sole S.r.l.-PMI sembra foriera di significativi paradossi quando poi si considerino i potenziali effetti dell'assoggettamento della S.r.l. “*non-più-PMI*” alla sola disciplina *ordinaria* codicistica. Secondo S. CORSO-A. LAUDONIO, *Le s.r.l. aperte al mercato tra crowdfunding e sperimentazione di nuovi ambienti digitali*, in *Orizzonti*, 2024, p. 119–174, il fatto che l'accesso facoltativo alla dematerializzazione è consentito alle sole S.r.l.-PMI comporta che la S.r.l. che vi abbia fatto ingresso *da PMI* debba, poi, esserne *esclusa* una volta superati i limiti dimensionali della piccola e media impresa, (superamento che avverrebbe, peraltro, tendenzialmente a causa della crescita causata dalla decisione di aprirsi al mercato dei capitali). Ciò, in quanto la società, divenuta *grande* (o “*non-più-PMI*”) tornerebbe a essere disciplinata dal *solo* codice civile e, dunque, dall'art. 2468, comma 1, c.c., che vieta espressamente sia la *standardizzazione*, sia l'appello al pubblico risparmio. Una siffatta tesi, per quanto condivisibile in punto di interpretazione letterale, non tiene conto del fatto che in questo caso si arriverebbe al paradossale risultato di fare uscire le quote dal sistema in modo forzato, “chiudendo” così il capitale della società proprio dopo che la società è cresciuta grazie al mercato medesimo. Questo senza poi tener conto del fatto che, stando alla stretta interpretazione letterale della normativa, se è vero che le S.r.l. *non-più-PMI* poi non possono accedere alla dematerializzazione, è anche vero che teoricamente queste non potrebbero nemmeno emettere nuove quote speciali o standardizzate dopo il superamento dei limiti dimensionali in quanto questi sono strumenti *riservati* alle PMI in forza dell'art. 26 D.L. 179/2012. Tuttavia, non sembra certo concepibile che la società, una volta superati i limiti della PMI, debba procedere poi al ritiro e all'annullamento delle quote speciali, ciò quantomeno per una lesione dei diritti dei soci che le abbiano sottoscritte o acquistate prima del superamento dei detti limiti e per il conseguente mutamento della compagine sociale (*recte*, degli assetti della compagine sociale) che ciò comporterebbe senza che intervenga sul punto un esplicito consenso dei soci. Sul tema si era, peraltro, già espresso il Consiglio Notarile del Triveneto con la Massima n. I.N.4 «Perdita da parte di S.r.l. dei requisiti di PMI e sorte delle categorie di quote esistenti», che ha ribadito la legittimità della *sopravvivenza* delle quote speciali dopo il superamento delle soglie dimensionali da parte della società emittente. Se poi si ammette che l'accesso alla dematerializzazione è inizialmente al regime facoltativo e che poi le quote (facoltativamente) dematerializzate potranno essere negoziate in una sede di negoziazione (quali sono gli MTF riconosciuti come mercati di crescita per le PMI), allora l'ammissione alla negoziazione provocherebbe l'applicazione dell'obbligo di dematerializzazione ai

Dagli atti parlamentari (in particolare dalle relazioni tecniche depositate presso il Senato) viene omissivo ogni riferimento ai motivi che hanno determinato una scelta siffatta, quasi come se i proponenti non fossero consapevoli del problema.

La scelta sin qui compiuta appare, poi, ancor più irragionevole se si pensa che l'accesso (quand'anche volontario) al regime di dematerializzazione *tradizionale* comporta per l'emittente un considerevole aumento della trasparenza informativa e un conseguente inasprimento dei requisiti (e dei *fabbisogni*) organizzativi.

In sintesi, l'accesso alla dematerializzazione alle sole *start-up* innovative e PMI comporta per queste ultime un significativo sforzo organizzativo, probabilmente sproporzionato rispetto alle loro effettive capacità e precludere l'accesso alle c.d. "grandi S.r.l." (senza, peraltro, alcuna ragione costituzionalmente plausibile) impedisce a queste ultime di *aprirsi* al mercato e di reperirvi il capitale da utilizzare per lo sviluppo delle proprie attività⁴⁶.

sensi dell'art. 83-*bis*, comma 1, TUF. Questo avrebbe la possibile – anche se paradossale – conseguenza che la S.r.l. ammessa alle negoziazioni non potrebbe più uscire dal sistema (salvo che non si arrivi alla ulteriormente paradossale conseguenza di ritenere che il gestore della sede di negoziazione debba escludere dal proprio mercato la S.r.l. *non-più-PMI* per perdita dei requisiti dimensionali e conseguente riassoggettamento al divieto *ex art.* 2468, comma 1, c.c.). Paradossi, questi, che inducono a dubitare della conformità della *limitazione* della dematerializzazione alle sole S.r.l.-PMI e del divieto di cui all'art. 2468, comma 1, c.c. rispetto al principio di ragionevolezza *ex art.* 3 Cost.

⁴⁶ V. sul punto, R. LENER, *Cosa sta succedendo alle quote di srl?*, in *Quaderni Assosim*, n. 0, 2023, 13 ss. e ID., *Nuove quote o nuova s.r.l.? Pensare prima di legiferare*, in *Analisi giur. econ.*, in corso di pubblicazione, 2024, consultato in bozza per cortesia dell'Autore. Si consideri, poi, che in sede di lavori parlamentari sono stati depositati plurimi emendamenti volti a introdurre l'obbligo per le società che accederanno alla dematerializzazione a dotarsi di un organo di controllo (che, invece, è ordinariamente opzionale). Detti emendamenti non sono stati, tuttavia, approvati durante le prime due letture. Ciò potrebbe dimostrarsi una fonte di rischio per abusi in danno soprattutto delle minoranze (destinate ad essere sempre più rilevanti nelle S.r.l. emittenti quote dematerializzate). È tuttavia vero che le norme tecniche del depositario centrale (e, in futuro, le norme delle sedi in cui saranno eventualmente negoziate le quote) potrebbero imporre l'istituzione di un organo di controllo come criterio di ammissione al sistema, rendendo con ciò superflua la previsione di un obbligo di fonte legale. Perciò, non risulterebbe convincente una motivazione che ricollegli eventualmente l'esclusione delle c.d. "grandi S.r.l." sulla facoltatività dell'organo di controllo ai sensi dell'art. 2477 c.c. (salvo superamento delle soglie

6. Sull'opportunità di un "doppio regime circolatorio"

Un'ulteriore criticità attiene al regime di circolazione delle quote. Non appare, infatti, opportuna la formulazione adottata dal nuovo comma 2-*quater* dell'art. 26 D.L. 179/2012.

Detta norma potrebbe consentire alle S.r.l. che accedono (sia pure volontariamente) al regime di dematerializzazione di mantenere un regime a "doppio binario circolatorio" analogo a quello già disciplinato dall'art. 100-*ter*, comma 2, TUF secondo cui le quote "non emesse in forma scritturale" continuerebbero a esistere e circolare secondo il regime cui erano originariamente soggette (ossia al regime ordinario).

La norma fa ambigualmente riferimento alle quote appartenenti ad altre categorie, ma non chiarisce esplicitamente: (i) se l'accesso alla dematerializzazione "propria" consente il mantenimento di una diversa legge di circolazione soltanto per le quote appartenenti a categorie non ammesse al sistema; o (ii) se, come già accade con la dematerializzazione "intermediata" di cui all'art. 100-*ter* TUF⁴⁷, le quote emesse prima dell'ammissione al sistema sono *estrane* al regime di circolazione *scritturale* e restano, dunque, soggette alle forme ordinarie⁴⁸.

In questa seconda ipotesi, la scelta del legislatore sarebbe del tutto inopportuna: il mantenimento di un "doppio binario" analogo a quello previsto dall'art. 100-*ter* TUF mortificherebbe la portata innovativa della norma in quanto la *semplificazione* che attiene alla circolazione dei diritti sociali sarebbe soltanto parziale, gravando l'emittente (di dimensioni non grandi e con una limitata capacità organizzativa) di un onere formale del tutto superfluo.

Sarebbe stato più opportuno, infatti, stabilire esplicitamente (o almeno più chiaramente) che l'ammissione al regime di dematerializzazione riguarda non già le sole quote della S.r.l. emesse a partire dalla data di ammissione al sistema, ma l'intera categoria cui le

dimensionali ivi previste), anche considerato che, dall'altro lato, proprio le PMI e le *start-up* innovative non vi sarebbero soggette.

⁴⁷ V. sul punto M. CIAN, *L'instestazione intermediata delle quote di S.R.L. PMI*, cit., 1273-1279.

⁴⁸ Potendo, perciò, essere unicamente cedute mediante scrittura privata autenticata da iscrivere nel Registro delle Imprese.

quote appartengono e, perciò, anche quelle emesse in un momento precedente.

Il nuovo comma 2-*quater* dell'art. 26 D.L. 179/2012 avrebbe, infatti, dovuto chiarire in modo più univoco (o, comunque, più esplicito) che l'ammissione di una determinata categoria di quote al regime di dematerializzazione *sottrae* l'intera categoria al regime di circolazione *ordinario*, assoggettandola obbligatoriamente e *per l'intero* al regime *scritturale* di cui all'art. 83-*bis* e ss. TUF.

Stante la descritta ambiguità, sarebbe che le predette norme siano comunque interpretate senso in cui le società emittenti delle quote, all'atto dell'ammissione, devono “*consegnare*” al depositario centrale (e, dunque, a immettere nel suo sistema) *tutte* le quote appartenenti alla categoria ammessa al regime di dematerializzazione.

È opportuno dire che un chiarimento che risolva questa potenziale ambiguità e corrobora una tale interpretazione potrebbe arrivare dalle norme regolamentari che la Banca d'Italia e la Consob dovranno emanare per il necessario adeguamento del Provvedimento unico sul *post-trading* del 13 agosto 2018 e dalle corrispondenti norme tecniche che la Monte Titoli S.p.A., nella sua qualità di depositario centrale, dovrà adottare per consentire l'accesso delle quote ai propri sistemi⁴⁹.

7. Sulla “tokenizzazione” delle quote di S.r.l. ai sensi del D.L. 25/2023 e sulla loro negoziabilità nelle infrastrutture di mercato DLT

A dimostrazione di quanto sia divenuto inesorabile l'avvicinamento tra azioni e quote di S.r.l. (e, dunque, la mutazione di queste ultime in *strumenti finanziari*), devono essere esaminate le norme del D.L. 17 marzo 2023, n. 25 in materia di emissione e circolazione di «determinati strumenti finanziari in forma digitale e di semplificazione della sperimentazione FinTech».

Il D.L. 25/2023 ha adeguato l'ordinamento italiano al Regolamento (UE) 858/2022 (il c.d. “*DLT pilot regime*”), introducendo le prime ed essenziali norme per consentire ai gestori delle sedi di negoziazione e delle infrastrutture di mercato (i.e., depositari centrali di titoli e

⁴⁹ Si pensi, in particolare, a tutte quelle norme del Provvedimento relative agli strumenti di capitale che oggi si riferiscono solo agli «emittenti di azioni» e alle «azioni».

controparti centrali) di convertire le tecnologie utilizzate nei mercati e nelle relative infrastrutture dirigersi verso sistemi e strutture basati – anche – sulla *Distributed Ledger Technology*.

Il Regolamento “*pilot regime*” e il correlato D.L. 25/2023 hanno anche ampliato la nozione di «strumento finanziario» conosciuta dalla MiFID II e dal TUF: agli strumenti finanziari “tradizionali” vengono oggi equiparati anche gli strumenti «emessi mediante tecnologia a registro distribuito».

La Legge 10 maggio 2023, n. 52, di conversione del D.L. 25/2023 all’art. 28, comma 2, ha aggiunto la lett. a-*bis*) con cui alla Consob viene conferito, tra gli altri, il potere di «includere [con apposito regolamento] nell’ambito degli strumenti che gli emittenti possono assoggettare alla disciplina del presente decreto [...] le quote di partecipazione ad una società a responsabilità limitata, anche in deroga alle disposizioni vigenti relative al regime di forma e circolazione di tali strumenti, ivi comprese le disposizioni di cui agli articoli 2468, primo comma, 2470, commi dal primo al terzo, e 2471 del codice civile».

Laddove la Consob esercitasse detto potere, estendendo l’ambito di applicazione del D.L. 25/2023 alle quote di S.r.l.: (i) iscritte su un «registro per la circolazione digitale»⁵⁰; e (ii) ammesse alle negoziazioni su un MTF DLT⁵¹; queste ultime ricadrebbero pienamente nell’ambito della definizione di «strumenti finanziari digitali»⁵².

Derogando, *inter alia*, ai divieti di cui all’art. 2468, comma 1, c.c., ciò produce l’ulteriore conseguenza che le quote di S.r.l. incluse in un «registro per la circolazione digitale» e negoziate su un “MTF DLT” sarebbero sì «strumenti finanziari digitali», ma acquisirebbero contemporaneamente anche il carattere (formale e sostanziale) della *negoziabilità* tipica dei «valori mobiliari».

⁵⁰ Regolato dall’art. 4 D.L. 25/2023.

⁵¹ Ossia la sede appositamente introdotta dal D.L. 25/2023 per la negoziazione degli “*strumenti finanziari digitali*”. Il D.L. 25/2023 rinvia, peraltro, alla definizione adottata dall’art. 1, par. 1, n. 6, Regolamento (UE) 858/2022, secondo cui gli MTF DLT sono “*sistem[i] multilateral[i] di negoziazione che ammett[ono] alla negoziazione solo strumenti finanziari DTL*”; dal che si deduce che sistemi possono ammettere esclusivamente “*strumenti finanziari digitali*”.

⁵² Definizione che richiama – in modo a dir poco marcato – la definizione di “*strumento finanziario*”, per dir così, *tradizionale*.

Peraltro, la disapplicazione del divieto *ex art.* 2468 c.c. sembrerebbe in questo caso totale e non, come nel caso dell'art. 26 D.L. 179/2012, limitata ai soli casi previsti dalla legge.

In altri termini, le quote di S.r.l. che ricadranno nella definizione di «strumenti finanziari digitali» ai sensi del D.L. 25/2023 potrebbero ricadere *anche* nella categoria dei «valori mobiliari» e *divenire*, per questa via, strumenti finanziari anche *tradizionali*.

Ciò avrebbe conseguenze indubbiamente significative in termini di disciplina settoriale applicabile⁵³.

E, tuttavia, l'estensione del D.L. 25/2023 alle quote di S.r.l. *tokenizzate* potrebbe rivelarsi non del tutto compatibile con le sovraordinate norme europee.

L'art. 3 del Regolamento *DLT pilot regime* stabilisce, infatti, che «gli strumenti finanziari DLT sono ammessi alla negoziazione su un'infrastruttura di mercato DLT o registrati in un'infrastruttura di mercato DLT soltanto se, al momento dell'ammissione alla negoziazione o della registrazione in un registro distribuito» ricadono in una delle tre fattispecie espressamente elencate dalla norma.

Tra dette fattispecie, l'art. 3 del Regolamento contempla soltanto gli emittenti di «azioni» con una capitalizzazione provvisoria inferiore a 500 milioni di euro.

Per «infrastruttura di mercato DLT», il Regolamento *DLT pilot regime* intende un «sistema multilaterale di negoziazione DLT, sistema di regolamento DLT o [un] sistema di negoziazione e regolamento DLT».

In altri termini, un MTF DLT, un depositario o una controparte centrale «semplice» (cioè ciascuno autorizzato a esercitare ognuna di

⁵³ Solo per citare la conseguenza più immediata ed evidente, la prestazione di servizi di intermediazione o la prestazione di consulenza relativamente a dette quote rientrerebbe pienamente nella definizione di «servizi e attività di investimento» di cui all'art. 1, comma 5, TUF. Perciò, troverebbero applicazione: (i) la riserva di attività di cui all'art. 18 TUF (potendo, perciò, essere legittimamente prestate solo da imprese di investimento appositamente autorizzate); e (ii) la disciplina di protezione dell'investitore data dall'art. 21 TUF e dalle relative norme di attuazione del Regolamento Intermediari. Troverebbe applicazione, inoltre, la disciplina dell'offerta al pubblico di valori mobiliari e, dunque, alle quote dematerializzate potrebbe applicarsi anche la disciplina del «prospetto europeo» di cui al Regolamento (UE) 1129/2017 e non più quella del «prospetto nazionale» previsto ormai dal TUF per i soli prodotti finanziari.

queste attività e componenti un sistema che realizza il regolamento delle operazioni in strumenti finanziari DLT), un MTF DLT autorizzato *anche* all'attività di depositario centrale (si intende, di strumenti *tokenizzati*) o di controparte centrale, o ancora un depositario centrale di strumenti *tokenizzati* o una controparte centrale autorizzati a gestire *anche* un MTF DLT⁵⁴.

Perciò, ad una primissima interpretazione si potrebbe dedurre che l'estensione del Regolamento *DLT pilot regime* alle quote di S.r.l. per opera del – futuro – regolamento *estensivo* della Consob ai sensi dell'art. 28, comma 2, lett. *a-bis*), D.L. 25/2023 non potrebbe consentire la loro ammissione alla negoziazione in un MTF DLT.

Difatti, la dizione dell'art. 3 del Regolamento *DLT pilot regime* sembra – inusualmente – precisa e circoscritta: se il legislatore europeo ha indicato nell'elenco dell'art. 3 le «azioni» (e non, come in altri casi nella normativa settoriale europea, le «azioni o loro equivalenti»), se ne dovrebbe concludere *a contrario*, che gli *strumenti* di partecipazione al capitale diversi dalle azioni, pur se *tokenizzati*, non potrebbero essere registrati e ammessi alle negoziazioni sugli MTF DLT di futura costituzione.

Astrattamente, sembrerebbe militare in tal senso anche l'art. 2 del D.L. 25/2023 che, tra gli *strumenti* compresi nell'ambito di applicazione del D.L. 25/2023, indica solamente «le azioni di cui al libro quinto, titolo V, capo V, sezione V del codice civile» (in altre parole, le azioni emesse dalle S.p.A.) e al comma 2 ribadisce, poi, che «resta fermo quanto stabilito dall'articolo 3 del [Regolamento *DLT pilot regime*]».

Residuerrebbe uno spazio molto limitato per argomentare che le quote di S.r.l. *tokenizzate* potranno essere registrate e negoziate presso le future infrastrutture di mercato DLT.

E, tuttavia, così interpretando, l'estensione delle norme sulla *tokenizzazione* alle quote di S.r.l. non risulterebbe in linea con gran parte dei precedenti (sebbene recenti) interventi del legislatore nazionale.

⁵⁴ Peraltro, mette conto notare che queste due attività nella disciplina mobiliare *tradizionale* non possono essere cumulate in capo al medesimo soggetto.

In primo luogo, lo stesso elenco dell'art. 2 D.L. 25/2023 è in apparenza più ampio di quello offerto dall'art. 3, par. 1, del Regolamento *DLT pilot regime*⁵⁵.

La ristrettezza del concetto di «azione» espressa, poi, dall'art. 3 del Regolamento *DLT pilot regime* è tale da escludere fenomeni partecipativi analoghi alla partecipazione azionaria, da cui sono distinti solo per non essere rappresentati da titoli di credito.

L'eccessiva determinatezza del Regolamento *DLT pilot regime* e l'assenza delle motivazioni di una tale scelta tra i Considerando al Regolamento inducono a ritenere che indicare le sole azioni nell'art. 3, par. 1, sia una scelta caratterizzata da un eccessivo formalismo e rappresenta, peraltro, una scelta del tutto in controtendenza rispetto alla disciplina del mercato mobiliare *tradizionale*.

In questo senso, è lampante la diversa ampiezza tra la nozione di «azione» di cui all'art. 3, par. 1, del Regolamento *DLT pilot regime* e la definizione di «valore mobiliare» adottata – oggi – dalla MiFID II, quest'ultima concepita per rispondere a due finalità: consentire un accesso al mercato a un novero ampio di soggetti a prescindere, per quanto possibile, dalle specifiche *peculiarità* delle diverse discipline societarie nazionali e attrarre queste ultime nell'ambito della vigilanza delle autorità competenti a tutela agli investitori e del buon funzionamento dei mercati⁵⁶. Finalità che, invece, non si vedono fedelmente riprodotte anche nel Regolamento *DLT pilot regime* e nel corrispondente D.L. 25/2023.

Alla luce di ciò, si comprenderebbe molto poco il senso della scelta compiuta dal legislatore italiano di estendere le norme sulla *tokenizzazione* a uno strumento, qual è la quota – sia pure *tokenizzata* – nonostante questa fosse apparentemente esclusa dall'elenco di cui all'art. 3, par. 1, Regolamento *DLT pilot regime* e, dunque, non negoziabile.

Per quale ragione, infatti, il Dipartimento del Tesoro presso il MEF dovrebbe *tokenizzare* i Buoni del Tesoro sapendo che non potrebbe negoziarli sugli MTF DLT? Allo stesso modo, per quale ragione una banca dovrebbe *tokenizzare* le proprie ricevute di deposito sapendo di

⁵⁵ Le fattispecie individuate dall'art. 2 del D.L. 25/2023 in aggiunta a quelle individuate dall'art. 3 del Regolamento *DLT pilot regime* sembrano ricadere, infatti, nell'ampia categoria dei “titoli di debito” equivalenti alle obbligazioni.

⁵⁶ Cfr. sul punto, R. LENER, E. GABRIELLI, *op. cit.*, 15-26.

non poterle registrare e vendere sulle apposite infrastrutture di mercato DLT?

Perciò, per quale ragione una S.r.l. dovrebbe decidere di *tokenizzare* le proprie quote se non in funzione di una apertura del proprio capitale a nuovi investitori reperiti sul “mercato DLT” allo stesso modo di quel che avverrà per le società che emettono azioni *tokenizzate*?

La scelta del legislatore nazionale, peraltro compiuta in fase di conversione del decreto, di estendere (sia pure eventualmente e con successivo regolamento della Consob) il D.L. 25/2023 alle quote di S.r.l. *tokenizzate* sarebbe del tutto incomprensibile in punto di politica economica (oltre che legislativa).

Così interpretando, l'eventuale decisione di una S.r.l. di *tokenizzare* le proprie quote, non essendo funzionale alla loro negoziazione sulle infrastrutture di mercato DLT, sarebbe privata di ogni *senso economico*.

Adottando questa interpretazione, la *tokenizzazione* delle quote si ridurrebbe a un nuovo *metodo* di trasferimento e registrazione delle quote, sostitutivo dei regimi *tradizionali*, con l'ulteriore effetto di reintrodurre – a mezzo del registro per la circolazione digitale di cui all'art. 4 D.L. 25/2023 – un surrogato dell'ormai abrogato libro soci.

In sintesi, se così dovesse essere interpretato, non si vedrebbe l'utilità di un simile intervento normativo.

Una interpretazione sistematica dell'art. 28, comma 2, lett. *a-bis*), D.L. 25/2023 e dell'art. 3 del Regolamento *DLT pilot regime* sembra perciò imporsi.

Il legislatore nazionale sembra, infatti, aver lasciato un tenue spiraglio all'accesso delle quote di S.r.l. *tokenizzate* alle infrastrutture di mercato DLT e, dunque, alla loro negoziabilità sugli MTF DLT consentendo alla Consob, nell'esercizio della propria delega regolamentare, di introdurre norme derogatorie *anche* all'art. 2468 c.c. e, dunque, al divieto di offerta al pubblico e, soprattutto, di emissione azionaria.

La deroga all'art. 2468 c.c. potrebbe essere perciò interpretata come una espressa (oltre che necessaria) legittimazione delle S.r.l. a emettere azioni eccezionalmente concessa dalle norme della Consob se ed in quanto dette quote siano destinate alla *tokenizzazione*.

Certo, è singolare come il Parlamento, quale organo politico, abbia deciso di *abdicare* alle proprie facoltà spogliandosi della decisione in

ordine alla concreta negoziabilità delle quote *tokenizzate* sugli MTF DLT.

Non solo la legge ha rimesso la disciplina a una normativa di rango inferiore al codice civile, ma l'ha sorprendentemente rimessa a un'autorità sprovvista di potere politico qual è la Consob.

La Consob dovrà, perciò, esercitare la propria delega regolamentare compatibilmente con le norme dell'art. 3 del Regolamento *DLT pilot regime* e, dunque, disciplinando la quota *tokenizzata* in modo da ricalcare l'azione *tradizionale*.

Perciò, la deroga *regolamentare* all'art. 2468 c.c. non potrà essere limitata soltanto a una – generica – disapplicazione del divieto di offerta al pubblico di prodotti finanziari (come in effetti già avviene per le quote di S.r.l. offerte sui portali di *crowdfunding*), ma dovrà consentire (se non addirittura imporre) alle S.r.l. emittenti di strutturare le proprie quote *come se* fossero azioni⁵⁷.

⁵⁷ Per un'opinione contraria a queste iniziali conclusioni, si v. M. ONZA, *La digitalizzazione degli strumenti finanziari: occasioni di riflessione sul d.l. n. 25/2023*, in *Atti del XV Convegno Associativo dell'Associazione Orizzonti del Diritto Commerciale*, 15 ss., in corso di pubblicazione. L'A., in particolare, sottolinea che la disapplicazione del divieto di emissione azionaria alle S.r.l. emittenti quote *tokenizzate* “non appare giuridicamente co-essenziale al regime di emissione e di circolazione *in forma digitale*”; Tuttavia, a opinione di chi scrive, se è vero (come è vero) che la disapplicazione dell'art. 2468 c.c. non è di per sé necessaria ai fini della sola *emissione* e *circolazione* della quota in forma digitale, questa è quanto più indispensabile ai fini del rispetto ai limiti della negoziabilità sulle *infrastrutture di mercato DLT*. È astrattamente possibile scrivere un *software* che consenta una gestione il più possibile conforme della quota *tokenizzata* e che ricavi, dalla somma dei *token* – interi o loro frazioni – rappresentativi in cui il sistema suddivide le quote, la quota di partecipazione complessivamente detenuta da un soggetto così da garantire il massimo rispetto del principio di unicità e di diversità che governa la quota medesima ai sensi dell'art. 2468 c.c. E tuttavia, un sistema del genere inevitabilmente pregiudicherebbe la loro negoziabilità in quanto non sarebbero rispettati gli impliciti limiti all'ammissione degli strumenti stabiliti dall'art. 3, par. 1, del Regolamento *DLT pilot regime*. Ciò avrebbe la conseguenza che l'intervento del legislatore nazionale ridurrebbe la propria portata alla creazione di un – ennesimo – metodo alternativo utile alla sola tenuta delle registrazioni delle quote, senza che ciò si traduca in un effettivo beneficio economico per le società emittenti. Per contro, la disapplicazione dell'art. 2468 c.c. disposta dall'art. 28, comma 2, lett. a-bis), D.L. 25/2023, visti anche i precedenti interventi del legislatore sul punto e il correlato art. 3 della – ormai approvata – Legge “Capitali”, dovrebbe essere letta in un senso maggiormente alle più recenti politiche economico-societarie: l'ordinamento mobiliare (cui fa seguito

Detto altrimenti, è ragionevole concludere che per renderle negoziabili negli MTF DLT, la Consob dovrà imporre alle S.r.l. che emettono quote *tokenizzate* di prevedere che esse rispettino i canoni di cui all'art. 2331 c.c. e, dunque, che esse abbiano «uguale valore e attribuiscono eguali diritti», dovendo essere emesse come partecipazioni suddivise in singole unità predeterminate e indivisibili.

Una operazione certamente non semplice, sia sotto il profilo *politico*, sia sotto il profilo normativo.

E, tuttavia, una scelta di questo tipo, consentendo astrattamente la negoziabilità della quota (anche se sulle sole infrastrutture DLT), collocando la quota – sebbene *tokenizzata* – nella categoria degli «strumenti finanziari digitali», la avvicinerrebbe inevitabilmente anche alla categoria dei «valori mobiliari» (e, dunque, alla categoria degli strumenti finanziari “tradizionali”).

Una scelta che, pur riguardando essenzialmente solo l'ordinamento dei mercati finanziari, potrebbe paradossalmente rendere irreversibile il processo di avvicinamento della S.r.l. alle società azionarie e mettere definitivamente in crisi la distinzione tra i due tipi societari.

8. *Gli scambi di quote tokenizzate*

Di non secondaria importanza, poi, sarà la necessità conciliare il regime dei trasferimenti delle quote *tokenizzate* con le finalità di

l'ordinamento societario) cerca sempre più vistosamente le sedi in cui consentire alle S.r.l. la negoziazione del proprio capitale di rischio. Non si può, perciò, immaginare che l'accesso delle quote di S.r.l. al sistema della dematerializzazione o al sistema della *tokenizzazione* risponda unicamente all'esigenza – peraltro non significativa nel mercato – di consentire a queste (e ai relativi possessori) l'utilizzo di metodi alternativi di registrazione degli strumenti se ciò non si accompagna anche all'esigenza – questa sì manifestata con sempre maggiore urgenza – di creare sedi apposite, da un lato, per la più facile negoziazione e una maggiore raccolta del capitale di rischio e, dall'altro, creare un mercato secondario la cui liquidità renda l'investimento in queste imprese maggiormente attrattivo con la conseguente liquidità dell'investimento e, dunque, con la conseguente possibilità di dimetterlo in tempi rapidi e a costi contenuti. In sintesi, per quanto effettivamente concepibile in principio, un sistema regolamentare per le quote *tokenizzate* che non discosti la quota di partecipazione dal modello codicistico *ex art.* 2468 c.c. e non la trasformi sostanzialmente in una azione, può dimostrarsi di fatto non coerente con i generali obiettivi di policy che hanno mosso il legislatore con riferimento all'accesso al capitale delle piccole e medie imprese in forma di società di capitali.

trasparenza perseguite dal regime di pubblicità dei trasferimenti di cui all'art. 2470 c.c. per le quote *ordinarie*, fatte proprie dalla L. 12 agosto 1993, n. 310⁵⁸ e dalla successiva L. 28 gennaio 2009, n. 2⁵⁹.

Ragionevolmente, oltre disciplina della quota *tokenizzata* e le eventuali divergenze tra questa e la disciplina *civilistica* della quota di partecipazione, la disciplina degli scambi di quote *tokenizzate* occuperà una parte significativa del futuro regolamento *di estensione* del D.L. 25/2023.

Secondo quanto previsto dall'art. 26, comma 2, lett. *a-bis*), D.L. 25/2023, l'estensione regolamentare della *tokenizzazione* anche alle quote di S.r.l. avverrebbe in deroga «alle disposizioni vigenti relative al regime di [...] circolazione di tali strumenti, ivi comprese le disposizioni di cui agli articoli [...] 2470, commi dal primo al terzo, [...] del codice civile», con la conseguenza che gli scambi di quote *tokenizzate* potrebbero essere caratterizzate da una intrinseca opacità.

In effetti, una interpretazione rigidamente letterale della norma porterebbe a concludere che, analogamente alle quote dematerializzate, le quote *tokenizzate*, in quanto soggette al D.L. 25/2023 e al futuro regolamento della Consob, saranno del tutto *sottratte* all'ordinario (o comunque a un equivalente) regime di pubblicità dei trasferimenti in virtù della ulteriore deroga all'art. 2740 c.c.

Tuttavia, una interpretazione maggiormente conforme alle finalità di trasparenza intrinseche al vigente ordinamento delle società di capitali indurrebbe a interpretare l'art. 28, comma 2, lett. *a-bis*), D.L. 25/2023 come una – sia pur mal formulata – delega regolamentare alla Consob la cui portata non si limita alla mera *estensione* del D.L. 25/2023 alle quote *tokenizzate* di S.r.l. e che include il correlato potere di disciplinare nel dettaglio quei regimi *derogatori* alla (o, meglio, *sostitutivi* della) ordinaria legge di circolazione della quota di S.r.l.

Ciò senza, però, compromettere il rispetto dei principi fondamentali previsti dalla disciplina societaria ordinaria e di rango primario.

Non sembra si possa spiegare altrimenti l'espressa menzione delle norme codicistiche cui il regolamento della Consob potrà (e, anzi, dovrà) derogare.

⁵⁸ Che per prima ha imposto il penetrante regime di pubblicità dei trasferimenti.

⁵⁹ Che ha disposto l'abrogazione dell'obbligo di tenuta del libro dei soci per le S.r.l.

Sembra perciò concepibile che la Consob, esercitando siffatta delega, sia comunque obbligata ad assicurare che il regime di circolazione delle quote *tokenizzate* debba conciliarsi con le finalità di trasparenza e pubblicità fatte proprie tutt'oggi dal legislatore societario (e, dunque, dall'ordinamento di rango primario).

E, tuttavia, il mancato espresso *ripristino* del libro soci rende particolarmente ardua quest'opera.

Infatti, le S.r.l. emittenti quote *tokenizzate* ai sensi del D.L. 25/2023 (e del futuro regolamento della Consob) continuerebbero, almeno in astratto, a essere esentate da un tale obbligo in forza dell'art. 10, comma 1, D.L. 25/2023, ai sensi del quale «l'emittente assolve agli obblighi di aggiornamento dei libri sociali previsti dal codice civile, ove applicabili, sulla base delle scritturazioni del registro»⁶⁰.

Inoltre, il rinvio contenuto in siffatta norma comporta che l'obbligo di tenuta del libro soci per gli emittenti di strumenti *tokenizzati* sussiste se ed in quanto detto obbligo trovi applicazione ai corrispondenti emittenti di strumenti in forme “tradizionali” in base alle ordinarie norme del codice civile.

Perciò, le S.r.l. emittenti quote *tokenizzate* non sembrano soggette a un siffatto obbligo: il libro soci, come anticipato, non è (più) compreso nell'elenco delle scritture contabili obbligatorie stabilito dall'art. 2478 c.c. per le S.r.l.⁶¹.

Dunque, in mancanza di una espressa previsione di legge, non sembra possibile che la Consob, esercitando la delega contenuta

⁶⁰ Ciò, peraltro, con la conseguenza di mantenere ferme le distanze tra le società azionarie e le S.r.l. emittenti quote *tokenizzate*. Peraltro, l'assenza di un tale obbligo per le S.r.l. renderebbe di fatto inapplicabile il successivo comma 2 dell'art. 10 D.L. 25/2022, secondo cui «è consentito all'emittente di formare e tenere il libro dei soci e il libro degli obbligazionisti attraverso il registro per la circolazione digitale, anche in deroga alle modalità di tenuta previste dall'articolo 2215-*bis* del codice civile, fatto salvo quanto disposto dal quinto comma del medesimo articolo». La norma, infatti, contiene un regime di sostanziale favore per gli emittenti di strumenti *tokenizzati*, in quanto semplifica la gestione contabile dell'ente sovrapponendo la scrittura contabile “tradizionale” alle corrispondenti registrazioni formatesi sulla DLT in cui gli strumenti sono stati emessi e scambiati e il cui presupposto applicativo sembra proprio sulla sussistenza di un obbligo alla tenuta del libro dei soci (e degli obbligazionisti).

⁶¹ Peraltro, proprio l'art. 2478 c.c. non viene menzionato tra le norme cui il regolamento previsto dall'art. 26, comma 2, lett. *a-bis*), D.L. 25/2023 potrà derogare.

nell'art. 28, comma 2, lett. *a-bis*), D.L. 25/2023, possa surrettiziamente imporre alle S.r.l. emittenti quote *tokenizzate* la tenuta del libro soci⁶².

Più generalmente, l'estensione del D.L. 25/2023 alle quote di S.r.l. emesse su una DLT rischia di rendere la circolazione di queste ultime totalmente opaca e, perciò, che l'innovazione legislativa recata dal D.L. 25/2023 comporti una paradossale violazione delle finalità di «trasparenza nella cessione di partecipazioni e nella composizione della base sociale delle società di capitali» fatte proprie dal legislatore sin dalla L. 310/1993 e proseguite con le successive riforme societarie.

Né, invero, sembra possibile attribuire al registro per la circolazione digitale di cui all'art. 4 D.L. 25/2023 la funzione di un surrettizio libro soci.

Ciò sia perché le norme del D.L. 25/2023 non hanno *ri-obbligato* le S.r.l. emittenti quote *tokenizzate* a dotarsi di un libro dei soci, sia in quanto, diversamente dalle S.p.A. emittenti azioni *tokenizzate*, il registro in questione non è comunque espressamente richiamato dall'art. 28, comma 2, lett. *a-bis*), D.L. 25/2023 come *surrogato* del libro soci, sia in quanto le funzioni comunque attribuite al registro per la circolazione digitale dall'art. 4 D.L. 25/2023 non sembrano realizzare appieno le finalità di pubblicità della compagine dei soci e di trasparenza nella progressiva formazione della compagine espresse per le S.r.l. nella L. 310/1993 e nella successiva L. 2/2009, oggi teoricamente ancora vigenti e pienamente applicabili anche alle società emittenti quote *tokenizzate*.

In sintesi, la mancanza dell'obbligo a tenere (o, meglio, il mancato *ripristinato*) del libro soci, l'estensione del D.L. 25/2023 in deroga, *inter alia*, al regime di pubblicità di cui all'art. 2470 c.c. e l'apparente impossibilità per la Consob di imporre la tenuta del registro per via

⁶² A questo proposito, non può non sottolinearsi una significativa differenza tra le norme del D.L. 25/2023 e quelle attualmente contenute nella Legge Capitali. Le quote di S.r.l. che accedono alla dematerializzazione secondo il regime di cui alla Legge Capitali sarebbero nuovamente obbligate, proprio in virtù dell'ammissione alla dematerializzazione, a tenere (recte, *ripristinare*) il libro soci (in deroga, nei fatti, all'abrogazione di tale libro disposta con la L. n. 2/2009). Infatti, la trasparenza e i controlli dei trasferimenti nel sistema della dematerializzazione sono assicurati, come per i "grandi emittenti" (i.e., le società quotate), a monte dal depositario centrale dei titoli e, a valle, dall'intermediario presso cui i titoli sono subdepositati. Perciò, l'art. 3 della Legge Capitali ha il potenziale effetto di avvicinare ulteriormente la S.r.l. (quale emittente di quote dematerializzate) alle società azionarie.

regolamentare (in quanto ciò sembra in contrasto con l'art. 10, comma 1, D.L. 25/2023) rischiano di provocare pericolose antinomie tra le future norme regolamentari sulle quote *tokenizzate* e i principi dell'ordinamento societario vigente.

Ciononostante, sembra residuare un'ultima possibilità: con il regolamento previsto dall'art. 28, comma 2, lett. *a-bis*), D.L. 25/2023, la Consob potrebbe imporre norme che derogano ai soli obblighi di forma (ma non a quelli di pubblicità) di cui al vigente art. 2470 c.c., imponendo alle S.r.l. emittenti di quote *tokenizzate* di adottare sistemi idonei ad assicurare un costante (o quantomeno tempestivo) flusso di informazioni con il competente ufficio del Registro delle Imprese.

Ciò al fine di dotarsi di un regime informativo equivalente agli ordinari oneri di pubblicità della cessione *ex art.* 2470 c.c. e, così, consentire al Registro delle Imprese di continuare a garantire trasparenza e tracciabilità dei trasferimenti e della progressiva formazione della compagine sociale con efficacia pari a quella garantita dalle forme ordinarie di cui all'art. 2470 c.c.

9. La prospettiva di un "mercato dei capitali" delle S.r.l.

Da tempo, e non più solo a livello nazionale, si lamenta la eccessivamente ridotta rilevanza del mercato dei capitali domestico rispetto ad altri contesti internazionali (su tutti, quello statunitense).

Si è evidenziata, in particolare, la maggior convenienza per le piccole e medie imprese fare ricorso al mercato del capitale di rischio e di debito, sia in termini di costi per le imprese che di efficienza per il sistema produttivo in sé⁶³.

Sino al 2008 il problema del sottofinanziamento (e della sottocapitalizzazione) delle imprese affliggeva le PMI a spiccata vocazione innovativa (quelle che saranno poi note all'ordinamento italiano come *start-up* innovative ai sensi del D.L. 179/2012)⁶⁴ in un

⁶³ V. L. CANOVI, A. G. GRASSO e V. VENTURELLI, *op. cit.*; E. GUALANDRI e P. SCHWIZER, *Bridging the equity gap: il caso delle PMI innovative*, in *Studi e Note di Economia*, n. 1, 2008, 101-130; BCE, *Non-bank financial intermediation in the euro area: implications for monetary policy transmission and key vulnerabilities*, in *Occasional Paper Series*, n. 270, 2021.

⁶⁴ L. CANOVI, A. G. GRASSO e V. VENTURELLI, *op. cit.* ed E. GUALANDRI e P. SCHWIZER, *op. cit.*

contesto legale che non favoriva l'apertura al mercato, oggi il problema sembra essersi esteso anche al resto delle imprese (ossia, quelle di meno o per nulla innovative).

Negli ultimi anni si è infatti rilevato a livello europeo che le imprese, pur raggiungendo una dimensione adeguata, generalmente tendono a non volersi aprire al mercato dei capitali, mentre quelle che si sono aperte al mercato tendono, invece, ad uscirne⁶⁵.

In tale contesto la Commissione Europea, dopo l'esperienza dell'Unione Bancaria, ha avviato nel 2015 la parallela iniziativa dell'Unione del Mercato dei Capitali (la c.d. “*Capital Markets Union*” o “*CMU*”), nel cui ambito ha preso avvio l'elaborazione dell'*EU Listing Act*, una proposta legislativa dal dichiarato proposito di ridare competitività ai mercati dei capitali dell'UE e arrestare il preoccupante fenomeno di stagnazione delle quotazioni di nuove imprese sui mercati europei.

Ciò anche sulla base dell'evidenza empirica che le PMI aperte al mercato e con un adeguato grado di diversificazione delle fonti di finanziamento conseguissero risultati migliori rispetto alle PMI che accedevano solo ai canali di “finanza esterna”, mentre queste ultime hanno, per converso, difficoltà ad accedere ai finanziamenti esterni (sia esso il canale bancario o comunque alla finanza non reperita sul mercato)⁶⁶.

Con riferimento al sistema imprenditoriale e produttivo italiano, caratterizzato da una centralità della PMI, del finanziamento bancario (oltre che da una tradizionale tendenza delle compagini sociali a preferire il mantenimento del controllo societario, tendenzialmente

⁶⁵ V. lo studio del Parlamento Europeo per l'elaborazione del c.d. *EU Listing Act*, reperibile al seguente link: [https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2023/747111/EPRS_BRI\(2023\)747111_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2023/747111/EPRS_BRI(2023)747111_EN.pdf) e E. FERNANDEZ, H.J. FRIEDRICH, O. O'GORMAN, G. HUEMER, L. MAZANEC, J. G. NIETO-MÁRQUEZ, L. ÖSTERBERG, L. PLATTNER, M. PLEJIĆ e A. VISMARA, *Empowering EU Capital Markets - Making listing cool again*, Bruxelles, 2021.

⁶⁶ BCE, *op. cit.*, 41-43, in cui si sottolinea inoltre che la larghissima maggioranza delle PMI europee sia restia ad accedere ai mercati per finanziare il proprio capitale di rischio o di debito (solo il 4% del campione considerato emetteva azioni od obbligazioni per reperire il finanziamento dell'impresa), preferendo invece, invece, canali di finanza esterna (bancaria e non) o l'autofinanziamento (incamerando i profitti realizzati nell'esercizio).

familiare), si è evidenziato nel primo decennio del 2000 come le PMI a carattere principalmente innovativo avessero le maggiori ad accedere ai tradizionali canali di finanziamento esterno per l'avvio del progetto (*seed*) e lo sviluppo dell'impresa (*star-up*).

Ciò si riteneva fosse a causa della ridotta dimensione, della *giovane età* del progetto imprenditoriale (la carenza del c.d. "*track record*") e del conseguente aumento nella valutazione di rischio da parte delle banche nella valutazione della provvista da erogare a titolo di finanziamento⁶⁷.

Gli interventi legislativi del 2012-2015 con cui è stato (im-)portato il *crowdfunding* e sono state introdotte norme societarie (derogatorie) e regimi fiscali speciali per le *start-up* innovative hanno rappresentato una prima (e timida) fase di apertura delle piccole S.r.l. al mercato (o, meglio, a un certo pubblico degli investitori).

Tuttavia, considerati l'esiguo numero dei soggetti ad oggi attivi nel mercato delle *start-up* e la (ancora) elevata concentrazione delle compagini sociali nelle *start-up*⁶⁸, la prospettiva del legislatore, quantomeno sul profilo societario e di ordinamento mobiliare è apparsa troppo timida e non sembra oggi più sostenibile alla luce dei mutamenti normativi appena descritti⁶⁹.

In altri termini, se è necessaria l'apertura del capitale delle piccole e medie imprese (innovative o anche *tradizionali*), per attrarre investimenti di operatori specializzati (e, dunque, anche la dimensione degli investimenti e dei conseguenti scambi) è dunque necessario garantire agli operatori l'accesso dell'impresa (dopo un ragionevole

⁶⁷ L. CANOVI, A. G. GRASSO e V. VENTURELLI, *op. cit.*

⁶⁸ Al primo trimestre 2023 si è infatti rilevato che il numero medio di soci per ciascuna *start-up* innovativa era pari a 4,8 soci per società. Cfr. la rilevazione statistica trimestrale condotta dal Ministero per le Imprese e il Made In Italy per il I trimestre 2023, reperibile al seguente link: https://www.mimit.gov.it/images/stories/documenti/1_trimestre_2023_1_cruscotto_startup.pdf.

⁶⁹ In particolare, il ricorso al solo meccanismo del *crowdfunding* per le *start-up* innovative e altre PMI non sembra adeguato a favorire quello che, come indicato dalla letteratura economica nazionale precedente agli interventi del D.L. 179/2012, veniva evidenziata come l'esigenza di agevolare la possibilità per gli investitori non solo di investire, ma anche di disinvestire ed uscire dal capitale della società (ossia, vendere la partecipazione giovandosi di una infrastruttura per ciò appositamente creata). Sul punto, v. E. GUALANDRI e P. SCHWIZER, *op. cit.*, 114.

stadio di sviluppo) a un mercato su cui le sue partecipazioni siano continuamente negoziate o comunque sottoscritte più agevolmente e da un pubblico di investitori più largo.

Il solo accesso al sistema del *crowdfunding* non consente, ad oggi, la creazione in Italia di un mercato secondario delle quote di cui gli operatori specializzati (e gli investitori *retail*) possano avvalersi per compiere (quantomeno più agevolmente) l'eventuale disinvestimento e realizzare il valore della quota.

Ciò anche a causa della ridotta dimensione⁷⁰, della tipologia di investimenti che si realizza su tali sistemi (che sembrano concepiti per operazioni di raccolta rivolte a un mercato essenzialmente primario⁷¹) e dell'insuccesso cui è andato incontro il regime della

⁷⁰ Si consideri, infatti, che le piattaforme di *crowdfunding* italiane, nel 2020, hanno generato una raccolta per complessivi 1,86 miliardi di euro con una crescita di circa 310 milioni di euro rispetto al 2019 (v. *The 2nd Global Alternative Finance Market Benchmarking Report*, T. ZIEGLER, R. SHNEOR e K. WENZLAFF (a cura di), Cambridge, 2021, 27, reperibile al seguente link: <https://www.jbs.cam.ac.uk/wp-content/uploads/2021/06/ccaf-2021-06-report-2nd-global-alternative-finance-benchmarking-study-report.pdf>), mentre nel solo bimestre gennaio-febbraio 2023 il MTF e mercato di crescita per le PMI di Borsa Italiana, Euronext Growth Milan (già AIM Italia) aveva generato scambi per un valore pari a 522,274 milioni di euro (v. EURONEXT MILAN, *Euronext Growth Milan Statistics, February 2023*, reperibile al seguente link: https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/statistiche/mercati/euronext-growth-milan/2023/egm202302_pdf.htm) e che al 30 settembre 2022 lo stesso mercato vantava una capitalizzazione di 9,894 miliardi di euro (cfr. EURONEXT MILAN, *Domestic Companies Capitalisation on 30.09.2022*, reperibile al seguente link: https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/statistiche/statistiche-storiche/capitalizzazioni/2022/202209/capitalizzazionisettoriale_pdf.htm).

⁷¹ Come noto, infatti, le piattaforme di *crowdfunding* svolgono un servizio che, a questi fini, tende ad assumere i connotati del collocamento di strumenti finanziari senza assunzione a fermo. Più precisamente, la disciplina del *crowdfunding* tende a porsi al di fuori dell'ordinaria disciplina settoriale finanziaria – in particolare quella dell'intermediazione – in quanto il portale di raccolta si limita a *promuovere* l'investimento (*recte*, lo «strumento finanziario» di capitale) con un'apposita *inserzione* pubblicata dal gestore sul sito *internet* del portale, senza tuttavia *collocare* la partecipazione presso l'investitore che manifesta interesse per il medesimo progetto imprenditoriale. Il gestore del portale si limita, infatti, unicamente a mettere in contatto le parti non ha alcun ruolo nella successiva conclusione dell'accordo e nella sottoscrizione della partecipazione (che avviene per mezzo di un soggetto autorizzato alla prestazione dei servizi di investimento).

dematerializzazione “*impropria*” delle quote *ex art. 100-ter* TUF (la c.d. “dematerializzazione *intermediata*” di cui si è detto)⁷².

Astrattamente la figura “intermedia” dei mercati di crescita per le PMI introdotta dall’art. 33 della MiFID II⁷³ andava nella direzione di raccordare il livello *inferiore* della gerarchia di finanziamento del capitale di nuove imprese (investitori informali, *business angels* e *crowdfunding*⁷⁴) con il livello superiore (raccolte presso il pubblico degli investitori in sistemi multilaterali e, all’apice, i mercati regolamentati).

Tuttavia, il legislatore italiano non ha completato l’opera di «sviluppo del mercato del capitale di rischio per le PMI» e rimosso effettivamente tutti «gli ostacoli di natura fiscale e legale»⁷⁵ che tutt’oggi impediscono alle imprese che adottano la forma di S.r.l. di accedere proprio ai livelli superiori del mercato dei capitali⁷⁶.

Non aver rimosso il divieto di cui all’art. 2468 c.c., non aver consentito alle S.r.l. di emettere partecipazioni con le caratteristiche degli «strumenti finanziari» (e, dunque, di accedere così alle sedi di negoziazione specifiche per le PMI) o, comunque, non aver incentivato

⁷² Peraltro, ciò appare ancor meno opportuno oggi alla luce di quanto evidenziato dal primo periodo di cui al Considerando n. 13 del Regolamento n. 1503/2020, secondo cui «per il crowdfunding basato sull’investimento la trasferibilità costituisce un’importante garanzia per gli investitori di poter uscire dall’investimento poiché offre loro la possibilità di disporre del proprio interesse sui mercati dei capitali».

⁷³ Successivamente recepito nel 2018 dall’ordinamento italiano con l’introduzione del nuovo art. 69 TUF e applicato per la prima volta con il riconoscimento di tale qualifica all’AIM Italia (oggi noto come Euronext Growth Milan), MTF istituito e gestito da Borsa Italiana S.p.A. (oggi nota anche con il nome commerciale di Euronext Milan).

⁷⁴ Cfr. la gerarchia delle fonti di finanziamento elaborata da L. CANOVI, A. G. GRASSO e V. VENTURELLI, *op. cit.*, 317.

⁷⁵ Cfr. E. GUALANDRI e P. SCHWIZER, *op. cit.*, 114.

⁷⁶ L’accesso a tali mercati, infatti, può essere garantito a tutte quelle piccole e medie imprese che emettono “strumenti finanziari” e sembra oggi poco ragionevole escludere anche le S.r.l. che emettono quote sempre più vicini a lambire la categoria dei valori mobiliari. Possibilità, peraltro, ammessa anche da A. DENTAMARO, *op. cit.* e da E. CUSA, *op. cit.*, sia pure in base a un contesto legale differente. Ciò senza poi trascurare i già citati problemi che affliggono la struttura in sé della S.r.l. con riferimento al principio di unità della partecipazione che impedisce di congegnare efficacemente strumenti con premialità per amministratori o investitori “a lungo termine” senza dover *togliere peso* ai (o, meglio, senza dover *sottrarre*) diritti agli altri componenti della compagine sociale.

quantomeno le trasformazioni delle S.r.l. in S.p.A. al raggiungimento di *dimensioni critiche* ha lasciato l'ordinamento – o, meglio, il *sistema* – delle S.r.l. “aperte” (e il relativo mercato del capitale) incompleto.

Perciò, per favorire l'apertura delle S.r.l. al mercato consentendo una diminuzione nel costo di finanziamento dell'impresa, da un lato, e aumentare la dimensione del mercato dei capitali nazionale, dall'altro, sembra ormai necessario ravvicinare la struttura del capitale tra i due tipi di società capitalistica, azionaria e per quote.

L'introduzione della *tokenizzazione* e della dematerializzazione delle quote è certamente un primo passo che consentirebbe alle *start-up* innovative, alle PMI e alle relative compagini sociali di adottare prospettive di più lungo periodo e far sì (almeno astrattamente) che il mercato dei capitali italiano possa e debba crescere per soggetti partecipanti oltre che per volume e valore degli scambi. Ma ciò non sembra, ad oggi, sufficiente⁷⁷.

La S.r.l. “aperta” dovrebbe diventare una società che consenta a coloro che vi ricorrano di crescere sul mercato e di reperirvi i mezzi per il finanziamento delle proprie attività e il progressivo sviluppo dell'impresa, consentendo una raccolta sempre più ampia e l'accesso a infrastrutture sempre più adeguate in funzione della crescita dimensionale dell'impresa esercitata.

Il legislatore, perciò, dovrebbe adeguare la disciplina della S.r.l. alla funzione che oggi questo tipo societario ha assunto in concreto, in modo che possa generalmente offrire una certezza di rapporti (anche grazie a una più rigida standardizzazione della partecipazione), una varietà di strumenti partecipativi e accedere a canali di finanziamento simili, se non uguali, a quelli che potrebbe emettere o cui potrebbe accedere rispettivamente una S.p.A., pur se piccola.

⁷⁷ Si noti che lo stesso Amministratore Delegato di Euronext Securities (nome commerciale sotto cui opera Monte Titoli S.p.A. dopo l'acquisizione di Borsa Italiana da parte di Euronext N.V.) ha esplicitamente dichiarato che la dematerializzazione delle quote di S.r.l. renderà possibile la creazione di un MTF specializzato nella negoziazione di quote di partecipazione. Il che, perciò, indurrebbe a concludere che la stessa Borsa Italiana avrebbe ormai preso atto della possibilità che le quote di S.r.l. possano rientrare nella categoria degli *strumenti finanziari*. Cfr. L. INCORVATI, *Pmi & Capitali Più trasparenza negli scambi tra privati*, il Sole 24 Ore, 11 novembre 2023.

10. Riflessioni sulle conseguenze dei recenti interventi legislativi

Alla luce delle recentissime evoluzioni legislative, sembra sempre meno sostenibile il mantenimento del divieto di cui all'art. 2468, comma 1, c.c.

La creazione di infrastrutture di mercato e di apposite sedi di negoziazione (o loro segmenti) comporterà l'inclusione delle quote di S.r.l. (quantomeno quelle *tokenizzate* o dematerializzate) nella categoria dei *valori mobiliari*, aprendo loro la strada quantomeno ai «mercati di crescita per le PMI».

Appare, perciò, vicino il momento in cui si realizza il contatto tra la S.r.l. “aperta” e la S.p.A. (o, meglio, tra la quota *standardizzata* e le azioni ordinarie).

Il divieto di emissione di azioni e di offerta al pubblico di cui all'art. 2468 c.c. non sembra più giustificato dalla realtà economica contemporanea, in quanto il suo significato sistematico e tipologico (cioè, il divieto «di standardizzazione» o, comunque, di «ricorso al mercato»)⁷⁸, già in via di superamento a causa degli interventi legislativi dell'ultimo decennio, sembra oggi definitivamente superato con l'approvazione dell'art. 3 della Legge Capitali e dell'art. 28, comma 2, lett. *a-bis*), D.L. 25/2023.

Peraltro, nonostante la sempre maggiore disapplicazione, la permanenza del divieto generale di cui all'art. 2468, comma 1, c.c. nell'ordinamento impedisce il completamento del ciclo (o, meglio, del percorso) di finanziamento del capitale delle *start-up* innovative delle PMI costituite in forma di S.r.l. almeno quando superino i limiti dimensionali per essere classificate come tali.

Ancora oggi non esiste alcun collegamento tra il livello “inferiore” di finanziamento del capitale (ossia il mercato *informale* e il *crowdfunding*) e i livelli “superiori” del mercato dei capitali (ossia il mercato c.d. “formale” rappresentato dalle «sedi di negoziazione»).

Questi due livelli, infatti, non *comunicano* tra di loro proprio a causa della mancata conformazione della quota ai caratteri del «valore mobiliare».

Se è vero, poi, che le S.r.l. possono sempre trasformarsi in S.p.A. per ovviare alla mancanza, è anche vero che la decisione di trasformare la

⁷⁸ Cfr. N. DE LUCA, *Partecipazione «azionaria» e tipicità*, cit., 908 ss.

società verso altri tipi rimette in discussione gli equilibri interni tra i soci e il conseguente sistema di governo societario.

Infatti, anche se astrattamente sempre possibile, la trasformazione comporta un mutamento nelle condizioni essenziali dell'investimento capace di indurre i soci a preferire la stabilità degli equilibri interni rispetto alla possibilità di evolversi in complessi produttivi di maggiore rilevanza economica⁷⁹.

Perciò, non sembra sostenibile l'argomentazione secondo cui la scelta di costituire e mantenere la *start-up* o la PMI in forma di S.r.l. (e, dunque, la scelta di strutturarsi con un capitale tendenzialmente chiuso) sia del tutto libera o consapevole (o, comunque, *deliberata*) se le disposizioni che regolano queste particolari categorie di impresa non incentivano i soci a trasformare la propria società e tendono, peraltro, ad essere pensate avendo come riferimento il solo modello della S.r.l.

Una siffatta argomentazione sembra, infatti, sostenibile solo avendo a riferimento la S.r.l. non-piccola. E, tuttavia, non si spiega in tal caso quali siano le possibili ragioni che il legislatore può utilizzare per giustificare la perdurante chiusura del loro capitale, quando poi consente l'accesso al pubblico risparmio a società del medesimo tipo e con un profilo di *rischio* ben più elevato.

Come, poi, si accennava, è necessario considerare gli effetti “ultra-regolamentari” di questi recenti interventi.

Quando il legislatore consente alle S.r.l. l'accesso alle le infrastrutture dei mercati *formali*, siano esse le infrastrutture *tradizionali* della gestione accentrata o le infrastrutture DLT, induce, pur non sapendo (o non volendolo), un mutamento nella struttura del rapporto partecipativo del socio alla S.r.l. e, di riflesso, la struttura organizzativa della stessa società.

La struttura dei sistemi di amministrazione e controllo della società di capitali sembra correlata alla standardizzazione del rapporto partecipativo: la sua rigidità aumenta all'aumentare del grado di apertura – sia pure solo potenziale – del suo capitale.

Perciò, dovrebbe essere ripristinato quel necessario equilibrio tra grado di apertura del capitale e grado di rigidità della struttura

⁷⁹ Ciò, peraltro, trascurando le non indifferenti difficoltà, giuridiche oltre che pratiche, nell'attribuire un *valore* o, comunque, nel *tradurre* gli eventuali diritti particolari dei soci di S.r.l. o il *contenuto* delle singole categorie di quote speciali nel rapporto di cambio con le azioni ordinarie in sede di trasformazione.

organizzativa interna. Equilibrio che può ripristinare tanto il legislatore quanto il mercato.

Non sembra infatti ulteriormente differibile un'organica riforma del tipo societario che, riportando nel codice le norme di diritto speciale sulla S.r.l., abbandoni quei limiti imposti nel passato per rispondere a un contesto economico-finanziario diverso rispetto al contesto economico (e, nondimeno, tecnologico) contemporaneo e introduca, perciò, quelle tutele organizzative minime di cui necessiteranno i soci-investitori della S.r.l. aperta.

L'accesso alle infrastrutture di mercato e alle successive negoziazioni sembra poi imporre al legislatore di riconsiderare il proprio ruolo, almeno nel caso della S.r.l., dovendo decidere se mantenere un ordinamento delle società di capitali basato sulla dicotomia tra S.p.A. (aperte e chiuse) e S.r.l. (chiuse e aperte) o abbandonare questo modello in favore di un unico tipo di società di capitali la cui struttura interna vada graduandosi in funzione dell'apertura del capitale e delle dimensioni patrimoniali.

Il legislatore dovrà scegliere l'ordinamento delle società di capitali dovrà mantenere la struttura attuale nonostante il completo annullamento della differenza sistematica dei tipi o se riportarlo alla distinzione otto-novecentesca tra società anonima azionaria e società anonima per quote, adottando per quest'ultima, però, una distinta struttura organizzativa (e così avvicinando il nostro sistema societario al sistema societario anglosassone)

Parallelamente, il legislatore dovrà anche confermare se mantenere l'approccio *tradizionale*, irrigidendo dunque la struttura interna della S.r.l. aperta rispetto a quella chiusa o se mantenere un modello caratterizzato da una scarna disciplina inderogabile, lasciando poi ai regolamenti dei mercati (e, dunque, ai gestori delle sedi di negoziazione) il compito di individuare la struttura partecipativa e organizzativa della S.r.l. "aperta" più adeguata per assicurare la stabilità e il buon funzionamento del mercato (e, dunque, di individuare il giusto compromesso la crescita degli emittenti e la tutela dei soci-investitori).

Scelte che, tuttavia, lasciano irrisolta una questione rimasta sinora sullo sfondo.

Chiarito che lo scopo dichiarato del legislatore contemporaneo è quello di favorire una sempre maggiore apertura delle S.r.l., nelle norme

vigenti non si scorge quale sia secondo legislatore il ruolo che il tipo societario ricopre oggi nel sistema produttivo del Paese.

Per citare un'antica critica a chi osteggiava l'introduzione della S.r.l. come nuovo tipo societario nel precedente codice di commercio: «ogni forma di società deve avere una funzione economica propria e un ambito di applicazione proprio; se la società [...] dovesse costituire una variazione dell'una o dell'altra forma di società esistenti, sarebbe condannata sul nascere; al contrario, essa deve avere nel campo economico una funzione propria che le altre forme di società non possono compiere o possono compiere male. L'introduzione della società non è l'invenzione arbitraria di alcun legislatore, non è il frutto di un gioco di combinazioni di astratti elementi giuridici, ma è il frutto di una reale tendenza dell'economia moderna dall'intensificarsi del movimento associativo e dal crescente imporsi del principio di limitazione della responsabilità. Dalla constatazione di queste sostanziali ragioni economiche derivano le norme regolatrici della società»⁸⁰.

Se è vero che nemmeno il legislatore del 1942 prese una precisa posizione sul ruolo che la S.r.l. ricopriva nel nostro sistema produttivo, è anche vero che un ruolo (quello, cioè, della società di capitali “per la piccola impresa”) le fu certamente assegnato dalla dottrina immediatamente successiva proprio a causa della strutturale chiusura del capitale datale dall'art. 2472 c.c. (trasposto poi nell'art. 2468 c.c.).

La stratificazione delle riforme adottate negli ultimi dodici anni pone, tuttavia, una questione di coerenza sistematica della S.r.l. nell'ambito della disciplina delle società di capitali in generale.

Non si distingue più il ruolo della S.r.l., se essa sia la società pensata “per la piccola impresa”, “per la nuova impresa” o “per l'innovazione” ovvero se per ognuna di queste finalità.

Il legislatore del 2012 e ancor più il legislatore del 2017, del 2023 e del 2024 ha dato l'impressione di essere quantomeno indeciso, se non del tutto inconsapevole di quali siano gli effetti alteranti che i suoi interventi hanno prodotto sulla struttura della S.r.l. e sul rapporto partecipativo che lega i soci a quest'ultima.

⁸⁰ V. A. ASQUINI, *Progetto preliminare per il nuovo codice di commercio*, Milano, 1922, 307 ss.

Di fatto, il legislatore non sembra si avveda (o si voglia avvedere) di quale sia la «tendenza dell'economia» contemporanea e, dunque, non decide o non si ritiene in condizione di decidere quali tendenza assecondare e quale contrastare.

Perciò, il legislatore continua a non decidere verso quale struttura giudica il sistema produttivo, in gran parte composto da imprese nascenti e PMI, debba tendere per rispondere al meglio sia agli interessi dell'economia nazionale, sia agli a quello di cui sono portatori i singoli privati (e, dunque, dell'impresa e dei relativi investitori).

La – forse inevitabile⁸¹ – formazione di un mercato regolamentato o MTF specializzato in quote di S.r.l. potrebbe indurre il legislatore a

⁸¹ Tuttavia, P. SPOLAORE, *La partecipazione in S.r.l. tra crowdfunding e dematerializzazione*, in *Rivista Orizzonti del Diritto Commerciale*, 2024, 175–197 si mostra contrario (o comunque scettico) in ordine alla astratta possibilità che le S.r.l. accedano alle sedi di negoziazione vere e proprie (per es., a un «mercato di crescita per le PMI»). In particolare, l'A., temendo l'abrogazione implicita dell'art. 2468, comma 1, c.c. per opera dell'estensione delle raccolte di *crowdfunding* a tutte le S.r.l. (e che la medesima abrogazione possa essere costituzionalmente illegittima), propone una interpretazione *conservativa* del divieto ed evidenziare che la possibilità per le S.r.l. di accedere a una «sede di negoziazione» riconosciuta come «mercato di crescita» non sarebbe dimostrata quantomeno per una assenza di “esperienza pratica” e, comunque, comporterebbe un rischio di confusione per gli investitori a causa della commistione sullo stesso mercato tra strumenti finanziari di diversa natura. La tesi dell'A., tuttavia, non convince. Non sembra ipotizzabile una – sia pur potenziale e costituzionalmente illegittima – abrogazione implicita dell'art. 2468, comma 1, c.c. per opera degli interventi di cui all'art. 3 L. n. 21/2024 o del D.Lgs. 30/2023. Sul punto, infatti, sembra maggiormente condivisibile la qualificazione dell'art. 2468, comma 1, c.c. come norma a «derogabilità relativa» data da F. BRIZZI, *Offerta al pubblico e circolazione delle quote di s.r.l. in seguito alla novella dell'art. 100-ter T.U.F.: prime riflessioni*, in *Orizzonti*, 2023, 908 ss. Quanto allo scetticismo in ordine alla possibilità per le quote dematerializzate di accedere a una «sede di negoziazione», la tesi di SPOLAORE sembra implicitamente (e paradossalmente) negare che una quota necessariamente standardizzata (cui, dunque, non si applica il divieto di emissione azionaria ex art. 2468 c.c. e che, perciò, deve essere obbligatoriamente emessa come partecipazione fungibile di «eguale valore e [attributiva] di eguali diritti») e che beneficia della deroga al divieto di offerta al pubblico (sia speciale ex art. 100-ter, sia “generale” ex art. 26, comma 5, D.L. 179/2012) possa, pur ricorrendo queste condizioni, essere considerata un «valore mobiliare» non già perché *non-negoziabile* o per carenza di *serialità*, quanto perché le S.r.l. non sono sinora mai state negoziate. Infatti, salvo alcune – minoritarie – eccezioni in dottrina, non si era mai avanzata l'idea prima dell'art. 3 L. n. 21/2024 che le S.r.l. potessero validamente emettere «valori mobiliari» di capitale e, così, accedere a una infrastruttura di mercato. *Accessi*,

prendere atto del fatto che il contesto è ormai *irrimediabilmente* mutato e che urge, perciò, una decisione conclusiva sulla collocazione della S.r.l. nel tessuto economico e produttivo del Paese e, perciò, il suo destino nei mercati mobiliari.

questi, necessari per essere ammessi a una «sede di negoziazione», incluse quelle riconosciute come «mercato di crescita» ai sensi dell'art. 33 MiFID II e 69 TUF. Quanto, poi, al timore sul pericolo di «confusione» tra strumenti diversi nello stesso mercato, SPOLAORE sembra trascurare la facoltà del gestore di una «sede di negoziazione» di poterla organizzare in segmenti specializzati o di avviare altri MTF (anch'essi specializzati) proprio al fine di evitare la temuta *commistione*.