

XV CONVEGNO ANNUALE  
DELL'ASSOCIAZIONE ITALIANA DEI PROFESSORI UNIVERSITARI  
DI DIRITTO COMMERCIALE "ORIZZONTI DEL DIRITTO COMMERCIALE"

**"IMPRESA E MERCATI: NUMERI E COMPUTER SCIENCE"**

Roma, 23-24 febbraio 2024

**ANTONIO DI CIOMMO**

DOTTORANDO DI RICERCA IN "DIRITTO E TUTELA: ESPERIENZA CONTEMPORANEA, COMPARAZIONE, SISTEMA GIURIDICO ROMANISTICO", DIPARTIMENTO DI GIURISPRUDENZA, UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI ROMA "TOR VERGATA"

**Tra *tokenizzazione* e *dematerializzazione*: l'inesorabile mutazione delle quote di 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 nel D.d.L. "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 – 8. Un possibile rimedio all'opacità degli scambi di quote *tokenizzate* – 9. La prospettiva di un "mercato dei capitali" delle S.r.l.

**1. Premessa**

L'art. 3 del c.d. "D.d.L. Capitali"<sup>1</sup>, rubricato "*dematerializzazione delle quote di PMI*", introduce una norma peculiare e dirompente per il nostro mercato del capitale di rischio.

---

<sup>1</sup> Disegno di Legge di iniziativa governativa depositato al Senato il 21 aprile 2022 come A.S. n. 674 e ivi 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. In particolare, nel corso della seconda lettura la Camera dei Deputati ha modificato gli stanziamenti contenuti nell'art. 27 del D.d.L. "Capitali" a copertura del

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 questa proposta si affianca, poi, l'introduzione della lettera a-bis) nell'art. 28, comma 2, del D.L. 17 marzo 2023, n. 25 che attribuisce alla Consob il potere di estendere con un apposito regolamento le norme sulla *tokenizzazione* di strumenti finanziari *anche* 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 può delle S.r.l. può attribuire diritti particolari a taluni soci e le quote possono *eventualmente* attribuire ai soci diritti quantitativamente diversi da

---

minor gettito delle imposte di bollo e di registro generato dall'introduzione del regime di dematerializzazione delle quote di S.r.l. e, perciò, è stato trasmesso al Senato come A.S. n. 674-B per una nuova (e auspicabilmente finale) approvazione in terza lettura.

quelli degli altri soci o, per dir così, *non-proporzionali* rispetto al conferimento da ciascuno sottoscritto e versato<sup>2</sup>.

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 *sproporzionali* 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'impresa.

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 circolatorie<sup>3</sup>, 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.<sup>4</sup>.

---

<sup>2</sup> In dottrina, infatti, si parla di questa possibilità come espressione di un "*divieto di standardizzazione*". In particolare, v. M. NOTARI, *Diritti «particolari» dei soci e categorie «speciali» di partecipazioni*, in *An. giur. econ.* 2003, p. 332 ss. e V. DE STASIO, *Trasferimento della partecipazione nella s.r.l. e conflitto tra acquirenti*, Milano, 2008, p. 62 ss.

<sup>3</sup> 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.

<sup>4</sup> Intervenuta per opera dell'art. 16, comma 12-*octies*, D.L. 29 novembre 2008, n. 185.

Mentre, poi, la circolazione delle azioni si basa sugli specifici negozi cartolari della girata o del *transfert*<sup>5</sup>, 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 legale<sup>6</sup>. 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.<sup>7</sup>.

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 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", il legislatore tra il 2012 e il 2017 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.

In particolare, 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,

---

<sup>5</sup> 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.

<sup>6</sup> 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.

<sup>7</sup> Cfr., in giurisprudenza, Cass. civ., Sez. I, Sent. 23 gennaio 1997, n. 697 e Cass. civ., Sez. I, Sent. 13 settembre 2007, n. 19161. In dottrina, v. V. DE STASIO, *cit.*, p. 93 ss. e O. CAGNASSO, *La società a responsabilità limitata*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. COTTINO, V, I, Padova, 2007, p. 126 ss.

emettere delle c.d. “quote speciali”<sup>8</sup> 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, 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 società<sup>9</sup>.

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 “*sproporzionali*” o diversi anche ai 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 preferibile<sup>10</sup>.

---

<sup>8</sup> 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>

<sup>9</sup> Come noto, la disciplina nazionale del *crowdfunding* è stata oggi integralmente riformata per adeguarla alle disposizioni contenute nel Regolamento (UE) 2020/1503.

<sup>10</sup> Ciò è reso evidente, a parere di chi scrive, dalla ritenuta impossibilità di applicare analogicamente gli artt. 2351 e 2376 c.c. (rispettivamente in materia di limiti all’emissione di azioni a voto plurimo e di assemblee speciali) alle S.r.l. che emettono quote speciali (tuttavia, secondo A. BUSANI, *Massime notarili e orientamenti professionali. Categorie di quote nella S.r.l.-PMI*, in *Le Società*, fasc. 4/2019, p. 493 ss., nella S.r.l. sarebbe possibile la configurazione di una assemblea dei soci di categoria deputata a deliberare in ordine alle modifiche statutarie che incidono sulla loro posizione). Inoltre, l’attribuzione di diritti *sproporzionali* a quote speciali o di diritti particolari a soci detentori di quote speciali sembra di ardua realizzazione, sia quanto a redazione delle clausole statutarie in tal senso, sia quanto a compatibilità tra una tale facoltà e le finalità perseguite dal legislatore. La soluzione negativa sembra, infatti, maggiormente coerente con il sistema introdotto dalle norme del D.L. 179/2012, quasi come se l’attribuzione statutaria di *diritti particolari* ai sensi dell’art. 2468 c.c. si ponga come regime perfettamente alternativo rispetto all’emissione

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 premiali<sup>11</sup>. Ciò avrebbe indotto gli operatori a non farne un uso significativo, impedendo così lo sviluppo di prassi significative.

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.

---

delle c.d. "quote speciali". Così, infatti, sembrerebbero suggerire G.F. CAMPOBASSO, *Manuale di Diritto Commerciale*, vol. 2, X ed., Torino, 2020, p. 571-574 e A. BUSANI, *cit.*, p. 495-496. 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.*, fasc. 2/2018, p. 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.

<sup>11</sup> L'adozione di categorie di quote dotate di un voto maggiorato (analogamente all'attribuzione di diritti *sproporzionali* 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* 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").

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 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 sistema della società poggia (anche se sempre più debolmente) sulla complessa elaborazione della dottrina societaria tra la fine del XIX e la prima metà del XX secolo.

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 azioni<sup>12</sup>. 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 strutture<sup>13</sup>.

Di fatti, si potrebbe dire che il sistema conosciuto dalla codificazione *liberale* del 1865 e del 1882 concepiva solo due forme *estreme* di impresa in forma societaria: l'impresa societaria piccolissima e meramente *associativa*, cui rispondevano i modelli delle società di persone e l'impresa grande o

---

<sup>12</sup> V. C. VIVANTE, *Trattato di Diritto Commerciale*, vol. II, IV ed., Milano: 1912, p. 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*".

<sup>13</sup> 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.

grandissima, cui rispondeva il modello della società anonima e la conseguente limitazione di responsabilità<sup>14</sup>.

Entrambi i codici di commercio conoscevano un modello *alternativo* alla (o, meglio, una variazione della) società anonima *azionaria*: la società anonima *per quote*<sup>15</sup>. 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 societario<sup>16</sup>.

Nei primi decenni del XX Secolo emersero, poi, sempre più chiaramente le criticità del sistema societario precedente al codice civile del 1942<sup>17</sup>.

Si evidenziava un vistoso sovradimensionamento delle strutture richieste dal codice rispetto a imprese che, pur avendo modeste dimensioni, ormai *accedevano* alla società anonima a causa della progressiva svalutazione monetaria che nel tempo aveva eroso l'iniziale onerosità del milione di lire previsto dalla legge come somma da conferire a titolo di

---

<sup>14</sup> 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 (lucrativa) cui era riconosciuto il beneficio della limitazione di responsabilità. Sul punto, v. A. BRUNETTI, *Trattato del Diritto delle Società*, vol. III, Milano: 1950, p. 3 ss.

<sup>15</sup> V. sul punto C. VIVANTE, *cit.*, p. 264 ss. per quel che riguarda la disciplina allora vigente.

<sup>16</sup> V. T. ASCARELLI, *Le società a responsabilità limitata e la loro introduzione in Italia*, in *Riv. Dir. Comm.*, 1924, I, p. 449 ss. e A. BRUNETTI, *cit.*, p. 6 ss.

<sup>17</sup> 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, *cit.*

capitale minimo legale e della possibilità di eseguire parzialmente i conferimenti sottoscritti dagli azionisti (si parlava, infatti, del problema delle c.d. "anonime tascabili")<sup>18</sup>.

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 spiccate<sup>19</sup>.

In questo fu essenziale l'esperienza della società a garanzia limitata austro-ungarica (*Gesellschaft mit beschränkter Haftung* o GmbH.), regolata dalla legge austriaca del 6 marzo 1906<sup>20</sup>.

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.

---

<sup>18</sup> 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, p. 4.

<sup>19</sup> 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, p. 19-13.

<sup>20</sup> La GmbH è stata *importata* in Italia in seguito all'annessione delle Province di Trento, Bolzano, Trieste e Gorizia dopo la Grande Guerra. Le società a responsabilità limitata di diritto austro-ungarico 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 anche il par. 1004 della Relazione illustrativa al c.c.

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*”<sup>21</sup>.

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 partecipativo<sup>22</sup>; la quota è, poi, lo *strumento* con cui si evidenzia ulteriormente il carattere personale della partecipazione sociale cui, perciò, “*non è giustificat[o]*” applicare la stessa modalità e forme di circolazione tipiche delle azioni<sup>23</sup>.

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*<sup>24</sup>.

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)<sup>25</sup> e ciò ha influito sulla qualificazione della quota unicamente come prodotto finanziario

---

<sup>21</sup> 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, *cit.*, p. 14.

<sup>22</sup> Cfr. par. 1010 della Relazione illustrativa al c.c.

<sup>23</sup> 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.

<sup>24</sup> V. par. 1008 della Relazione illustrativa al c.c.

<sup>25</sup> V. per l’appunto, M. NOTARI, *cit.*, e V. DE STASIO, *cit.*, sub nt. 2. Peraltro, già nel lontano 1912 C. VIVANTE, *cit.*, p. 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.

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 rischio<sup>26</sup>.

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 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*"<sup>27</sup>.

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 anche la "PMI innovativa" con l'entrata in vigore dell'art. 4 del Decreto-Legge 24 gennaio 2015, n. 3. Entrambe le figure sono state successivamente fuse con l'introduzione della figura *trasversale* della PMI (per dir così, *generica*) ai sensi dell'art. 1, comma 70, L. 11 dicembre 2016, n. 232 e dell'art. 57, D.L. 24 aprile 2017, n. 50<sup>28</sup>.

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 si è caratterizzata, in primo luogo, come una eccezione rispetto alla normativa ordinaria del mercato mobiliare<sup>29</sup>. Perciò, la dottrina successiva al 2012 sembra avere pressoché

---

<sup>26</sup> V. sul punto le Conclusioni della Presidenza, Consiglio Europeo di Lisbona, 23 e 24 marzo 2000, par. 14 e 15.

<sup>27</sup> 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, V. VENTURELLI, *Il fabbisogno di capitale di rischio delle PMI innovative*, in *Banca Impresa Società*, fasc. 2/2007, p. 309 ss.

<sup>28</sup> 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.

<sup>29</sup> 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

unanimemente dato per scontato che la quota di partecipazione al capitale di una S.r.l. fosse ancora esclusivamente un “*prodotto finanziario*”<sup>30</sup>.

Ciononostante, le caratteristiche delle quote di partecipazione e l’assenza di un sistema che ne agevolasse la circolazione tra gli investitori hanno sino a oggi relegato la quota di S.r.l. al ruolo di *valore* non (agevolmente) *negoziabile* e, perciò, escluso dal concetto 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 nel D.d.L. “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 del D.d.L. “Capitali” estende il sistema della dematerializzazione *tradizionale* anche alle quote di S.r.l.

Nella sua formulazione attuale<sup>31</sup>, 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*

---

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.

<sup>30</sup> V., in particolare, P. BENAZZO, *La S.r.l. start up innovativa*, in *Nuove Leggi Civili Commentate*, fasc. 1/2014, p. 101 ss.; M. MALTONI e P. SPADA, *L’impresa start up innovativa costituita in società a responsabilità limitata*, in *Riv. not.*, fasc. 5/2013, p. 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 *N. dir. soc.*, fasc. 5/2014, p. 9 ss.; P. LA SALA, *Start-up innovative: fattispecie e costituzione in forma di S.r.l.*, in *Riv. soc.*, fasc. 5/2017, p. 1118 ss.

<sup>31</sup> Vale a dire nel testo approvato in prima lettura dal Senato il 24 ottobre 2023 e successivamente confermato dalla Camera dei Deputati con l’approvazione in seconda lettura del 6 febbraio 2024.

*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 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 del D.d.L. "Capitali" stabilisce anche che il regime di dematerializzazione intermediata delle quote di S.r.l. che hanno promosso raccolte di *crowdfunding*<sup>32</sup> di cui al comma 2 dell'articolo 100-ter TUF è regime alternativo *anche* al regime di dematerializzazione introdotto dal (futuro) 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, sia in quanto le S.r.l. non possono emettere azioni (e, più in generale, titoli di credito)<sup>33</sup>, sia in quanto le quote di partecipazione, diversamente dalle azioni, non sono *strumenti* caratterizzati dalla medesima *uniformità* o, come già detto, possibilità di standardizzazione<sup>34</sup>.

---

<sup>32</sup> 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).

<sup>33</sup> 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.

<sup>34</sup> 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, G. BONANTE, *Dematerializzazione obbligatoria di titoli soggetti alla lex societatis italiana*, in [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it), 25 novembre 2021.

La normativa in discorso appare, ad ogni modo, una scelta a dir poco dirompente rispetto al sistema esistente e alle prassi di mercato ormai ampiamente consolidate.

Se, come ormai sembra, saranno approvate nell'attuale formulazione, l'art. 3 del D.d.L. "Capitali" fornirebbe argomenti decisivi a chi da qualche tempo sostiene che le quote di S.r.l. non possono più qualificarsi *soltanto* come "prodotti finanziari" e che esse ricadano, sia pure al ricorrere di specifiche condizioni, tra i "valori mobiliari" e, dunque, tra gli "strumenti finanziari"<sup>35</sup>.

Tralasciando il divieto di cui all'art. 2468 c.c.<sup>36</sup>, l'accesso al sistema della dematerializzazione e la "standardizzazione" della partecipazione che ciò comporta<sup>37</sup> renderebbe la quota di S.r.l. o le quote appartenenti alla categoria *dematerializzata* astrattamente "negoziabili nei mercati di capitali".

---

<sup>35</sup> Cfr. sul punto, E. CUSA, *Le quote di s.r.l. possono essere valori mobiliari*, in *Riv. Soc.*, fasc. 4/2019, p. 675 ss. Peraltro, si segnala che 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".

<sup>36</sup> Reso comunque inoperante (sia pur parzialmente) già dal comma 5 dell'art. 26 D.L. 179/2012 e ulteriormente *indebolito* dal - futuro - nuovo comma 2-ter che il D.d.L. "Capitali". L'art. 26, comma 5, del D.L. 179/2012 deroga, infatti, al divieto di offerta al pubblico delle quote "nei limiti di quanto stabilito dalle leggi speciali", conseguendone, perciò, che l'offerta al pubblico tramite portali di *crowdfunding* sia comunque consentita eccezionalmente in quanto prevista espressamente dalle leggi speciali. Con l'introduzione del comma 2-ter disposta dal D.d.L. "Capitali" il divieto di offerta al pubblico risulterebbe ridotto a un sottilissimo *velo*: l'accesso alla dematerializzazione ai sensi dell'art. 83-bis e ss. TUF comporta, come noto, la *sottrazione* dello strumento *ammessovi* dalla propria legge di circolazione *ordinaria* (nel caso delle quote, l'obbligo di concludere gli atti di cessione in forma di scrittura privata autenticata e di pubblicazione nel Registro delle Imprese) e il suo contestuale assoggettamento alla legge di circolazione *dematerializzata* (o scritturale) disciplinata proprio dagli artt. 83-bis ss. TUF. Ne consegue che le quote ammesse alla dematerializzazione saranno 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.

<sup>37</sup> 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.

La “*negoziabilità*” (intesa come assenza in concreto di vincoli alla circolazione) è, infatti, carattere essenziale che conforma la struttura dei valori mobiliari in generale<sup>38</sup>.

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, infatti, nozione *flessibile*, omnicomprensiva e 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).

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* rappresentati soltanto da 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 accedono; 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 della propria società<sup>39</sup>.

La definizione di *valori mobiliari*, in effetti, menziona espressamente i “*titoli*” che siano “*equivalenti alle azioni*”. Se interpretata letteralmente,

---

<sup>38</sup> 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 *Giustizia Civile*, fasc. 4/2022, p. 823 ss.

<sup>39</sup> Cfr. E. RIGHINI, *I valori mobiliari*, Milano: 1983, pp. 1-57 e M. FRATINI, commento sub art. 1, comma 1, lett. u), comma 1-*bis*, lett. a), b), c), comma 1-*ter* e comma 2, TUF, in M. FRATINI, G. GASPARRI, *Il Testo Unico della Finanza*, vol. I, Torino: 2012, pp. 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*”.

questa locuzione potrebbe indurre ad 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 normativi<sup>40</sup>.

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 esonera in gran parte dall'applicazione del divieto di cui all'art. 2468 c.c.<sup>41</sup>.

##### **5. Sulla limitazione del regime di dematerializzazione alle sole quote emesse da "piccole" S.r.l.**

È da evidenziare che il D.d.L. "Capitali" non sembra poi ammettere le quote di *tutte* le S.r.l. al regime di dematerializzazione c.d. "*tradizionale*" o "*proprio*": l'art. 3 del D.d.L. "Capitali", infatti, introduce 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).

Ciò ha l'effetto implicito di limitare questa innovazione alle quote delle sole S.r.l. che ricadono nelle definizioni di: (i) *start-up* innovative ex art. 25, comma 2, D.L. 179/2012; o di (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 giustificazione. Dagli atti preparatori depositati presso il Senato

---

<sup>40</sup> Da notare come E. RIGHINI, *cit.*, pp. 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).

<sup>41</sup> E, in effetti, già E. RIGHINI, *cit.*, p. 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.

viene omessa ogni ragione della scelta, quasi come se i proponenti non fossero a conoscenza 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 la possibilità di *aprirsi* al mercato e di reperirvi il capitale di cui necessitano per lo sviluppo delle proprie attività<sup>42</sup>.

## 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 (futuro) 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*"

---

<sup>42</sup> V. sul punto, R. LENER, *Cosa sta succedendo alle quote di srl?*, in *Quaderni Assosim*, I, fasc. 0/2023, p. 13 ss. 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 ricollegghi 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 dimensionali ivi previste), anche considerato che, dall'altro lato, proprio le PMI e le *start-up* innovative non vi sarebbero soggette.

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 TUF<sup>43</sup>, le quote emesse prima dell'ammissione al sistema sono *estrane* al regime di circolazione *scritturale* e restano, dunque, soggette alle forme ordinarie (potendo, perciò, essere unicamente cedute mediante scrittura privata autenticata e successivamente iscritta nel Registro delle Imprese).

In questa seconda ipotesi, la scelta legislativa 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 della medesima ammissione, ma l'intera categoria cui le quote appartengono e, perciò, anche quelle emesse in un momento precedente.

In altri termini, sarebbe stato opportuno che il (futuro) nuovo comma 2-*quater* dell'art. 26 D.L. 179/2012 sia riformulato in modo da chiarire definitivamente che l'ammissione di una determinata categoria di quote al regime di dematerializzazione *sottrae* l'intera categoria al regime di circolazione ordinario, assoggettandola obbligatoriamente per l'intero al regime *scritturale* ai sensi dell'art. 83-*bis* e ss. TUF<sup>44</sup>.

---

<sup>43</sup> V. sul punto M. CIAN, *L'intestazione intermediata delle quote di S.R.L. PMI: rapporto societario, regime della circolazione*, in *Nuove Leggi Civili Commentate*, fasc. 5/2018, pp. 1260 ss.

<sup>44</sup> Di conseguenza, è necessario che le norme obblighino esplicitamente e chiaramente agli emittenti a *consegnare* al depositario centrale (e, dunque, a immettere nel suo sistema) *tutte* le quote appartenenti alla categoria ammessa al regime di dematerializzazione.

## 7. Sulla “tokenizzazione” delle quote di S.r.l. ai sensi del D.L. 25/2023

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*), deve essere esaminata anche la recentissima disciplina contenuta nel 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*”.

Come noto, 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 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) che conferisce alla Consob, *inter alia*, 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*”<sup>45</sup>; e (ii) ammesse alle negoziazioni su un MTF

---

<sup>45</sup> Regolato dall’art. 4 D.L. 25/2023.

DLT<sup>46</sup>; queste ultime ricadrebbero pienamente nell'ambito della definizione di "strumenti finanziari digitali"<sup>47</sup>.

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".

Peraltro, la disapplicazione del divieto *ex art.* 2468 c.c. sembrerebbe in questo caso totale, sia quanto al divieto di offerta al pubblico, sia quanto al divieto di emissione azionaria (ossia di *standardizzazione*).

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 applicabile<sup>48</sup>.

#### **8. Un possibile rimedio all'opacità degli scambi di quote tokenizzate**

Di non secondaria importanza, poi, sarà la necessità conciliare il nuovo (*recte*, futuro) regime trasferimenti delle quote *tokenizzate* con le finalità di trasparenza perseguite dal regime di pubblicità dei trasferimenti di cui all'art. 2470 c.c. per le quote *ordinarie* e fatte proprie dalla L. 12 agosto 1993, n. 310<sup>49</sup> e dalla successiva L. 28 gennaio 2009, n. 2<sup>50</sup>.

---

<sup>46</sup> 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".

<sup>47</sup> Definizione che richiama - in modo a dir poco marcato - la definizione di "strumento finanziario", per dir così, *tradizionale*.

<sup>48</sup> 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.

<sup>49</sup> Che per prima ha imposto il penetrante regime di pubblicità dei trasferimenti.

<sup>50</sup> Che ha disposto l'abrogazione dell'obbligo di tenuta del libro dei soci per le S.r.l.

Ragionevolmente sarà proprio questo il cuore del provvedimento normativo con cui la Consob dovrà esercitare il proprio potere 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 beneficiare di una intrinseca opacità.

In effetti, una interpretazione rigidamente letterale della norma porterebbe a concludere che le quote di S.r.l., in quanto *tokenizzate* e soggette al D.L. 25/2023 e al futuro *regolamento* della Consob, siano del tutto sottratte all'ordinario (o comunque a un equivalente) regime di pubblicità dei trasferimenti in virtù della deroga, *inter alia*, 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 è limitata solo apparentemente a *provocare l'estensione* del D.L. 25/2023 alle quote *tokenizzate* di S.r.l. e che ad essa è attribuito anche 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. Non sembra si possa spiegare altrimenti l'espressa menzione delle norme codicistiche cui il regolamento della Consob potrà (e, anzi, dovrà) derogare.

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 *ripristino* del libro soci sembra rendere una tale opera particolarmente ardua.

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”*<sup>51</sup>.

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, nel caso delle S.r.l. emittenti quote *tokenizzate* non sembra possa sussistere un tale 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.<sup>52</sup>.

Dunque, non sembra possibile che la Consob, esercitando la delega contenuta 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 soci<sup>53</sup>.

---

<sup>51</sup> 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).

<sup>52</sup> 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.

<sup>53</sup> A questo proposito, non può non sottolinearsi una significativa differenza tra le norme del D.L. 25/2023 e quelle attualmente contenute nel D.d.L. *“Capitali”*. Le quote di S.r.l. che accedono alla dematerializzazione secondo il regime di cui al D.d.L. *“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, la proposta contenuta nel D.d.L. *“Capitali”* ha il potenziale effetto di avvicinare ulteriormente la S.r.l. (quale emittente di quote dematerializzate) alle società azionarie.

E, tuttavia, così ragionando si rischierebbe che l'estensione del D.L. 25/2023 alle quote di S.r.l. emesse su una DLT renda la circolazione di queste 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.

In sintesi, la mancanza dell'obbligo (al *ripristino*) 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 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 sé<sup>54</sup>.

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)<sup>55</sup> in un contesto legale che non favoriva l'apertura al mercato, oggi il problema sembra essersi esteso anche al resto delle imprese (ossia, quelle non o meno 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, invece, si sono aperte al mercato tendono ad uscirvi<sup>56</sup>.

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,

---

<sup>54</sup> V. L. CANOVI, A. G. GRASSO, V. VENTURELLI, *cit.*; E. GUALANDRI, P. SCHWIZER, *Bridging the equity gap: il caso delle PMI innovative*, in *Studi e Note di Economia*, fasc. 1/2008, pp. 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.

<sup>55</sup> L. CANOVI, A. G. GRASSO, V. VENTURELLI, *cit.* ed E. GUALANDRI, P. SCHWIZER, *cit.*

<sup>56</sup> 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. PLEJIC, A. VISMARA, *Empowering EU Capital Markets - Making listing cool again*, Bruxelles: 2021.

per converso, difficoltà ad accedere ai finanziamenti esterni (sia esso il canale bancario o comunque alla finanza non reperita sul mercato)<sup>57</sup>.

Con riferimento al sistema imprenditoriale e produttivo italiano, caratterizzato da una centralità della PMI, del finanziamento bancario e da una tradizionale tendenza delle compagini sociali a preferire il mantenimento del controllo societario (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 finanziamento<sup>58</sup>.

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*<sup>59</sup>, 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 descritti<sup>60</sup>.

---

<sup>57</sup> BCE, *cit.*, pp. 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).

<sup>58</sup> L. CANOVI, A. G. GRASSO, V. VENTURELLI, *cit.*

<sup>59</sup> 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](https://www.mimit.gov.it/images/stories/documenti/1_trimestre_2023_1_cruscotto_startup.pdf)

<sup>60</sup> 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

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 stadio di sviluppo dell'impresa) 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 dimensione<sup>61</sup>, della tipologia di investimenti che si realizza su tali sistemi (che sembrano concepiti per operazioni di raccolta rivolte a un mercato essenzialmente primario<sup>62</sup>) e dell'insuccesso cui è andato incontro il regime della dematerializzazione

---

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, P. SCHWIZER, *cit.*, p. 114.

<sup>61</sup> 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. T. ZIEGLER, R. SHNEOR, K WENZLAFF (a cura di), *The 2nd Global Alternative Finance Market Benchmarking Report*, Cambridge: 2021, p. 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](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/capitalizzazioniettoriale\\_pdf.htm](https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/statistiche/statistiche-storiche/capitalizzazioni/2022/202209/capitalizzazioniettoriale_pdf.htm)).

<sup>62</sup> Come noto, infatti, le piattaforme di *crowdfunding* svolgono un servizio che, a questi fini, è equiparabile principalmente al collocamento di strumenti finanziari senza assunzione a fermo.

“impropria” delle quote *ex art. 100-ter TUF* (la c.d. “dematerializzazione intermediata” di cui si è detto)<sup>63</sup>.

Astrattamente la figura “intermedia” dei mercati di crescita per le PMI introdotta dall’art. 33 della MiFID II<sup>64</sup> andava nella direzione di raccordare il livello *inferiore* della gerarchia di finanziamento del capitale di nuove imprese (investitori informali, *business angels* e *crowdfunding*<sup>65</sup>) 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*”<sup>66</sup> che tutt’oggi cingono le imprese che adottano la forma di S.r.l., di fatto impedendo loro l’accesso proprio ai livelli superiori del mercato dei capitali<sup>67</sup>.

Non aver proceduto a misure che rimuovessero il divieto di cui all’art. 2468 c.c. o che consentissero alle S.r.l. di emettere partecipazioni che ricadessero nel novero degli “*strumenti finanziari*” (accedendo così alle sedi di negoziazione specifiche per le PMI) o che incentivassero quantomeno le trasformazioni delle società in S.p.A. al raggiungimento di *dimensioni critiche* ha lasciato l’ordinamento delle S.r.l. “aperte” (e il relativo mercato del capitale) incompleto.

---

<sup>63</sup> 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*”.

<sup>64</sup> 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).

<sup>65</sup> Cfr. la gerarchia delle fonti di finanziamento elaborata da L. CANOVI, A. G. GRASSO, V. VENTURELLI, *cit.*, p. 317.

<sup>66</sup> Cfr. E. GUALANDRI, P. SCHWIZER, *cit.*, p. 114.

<sup>67</sup> 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, *cit.* e da E. CUSA, *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.

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, sufficiente<sup>68</sup>.

Conclusivamente, la S.r.l. "aperta" dovrebbe diventare una società che consenta a coloro che vi ricorrono 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<sup>69</sup>.

---

<sup>68</sup> 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 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 mutazione in *strumenti finanziari* che le quote di S.r.l. stanno subendo. Cfr. L. INCORVATI, *Pmi & Capitali Più trasparenza negli scambi tra privati*, il Sole 24 Ore, 11 Novembre 2023.

<sup>69</sup> Si v. a questo proposito le acute (e ancora oggi rilevanti) considerazioni di A. ASQUINI, *Progetto preliminare per il nuovo codice di commercio*, Milano: 1922, p. 307 ss., sull'introduzione della "società a garanzia limitata" nel precedente codice di commercio, il quale affermò che "ogni forma di società deve avere una funzione economica propria e un ambito di applicazione proprio; [...] 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".*