

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

**"IL DIRITTO COMMERCIALE NELLA PROSPETTIVA EUROPEA:
FRA OVERREGULATION E DEREGULATION, NORME IMPERATIVE ED AUTONOMIA
PRIVATA, ARMONIZZAZIONE E FLESSIBILITÀ"**

Roma, 27-28 febbraio 2026

GIUSEPPE ANTONIO POLICARO

PROFESSORE ASSOCIATO PRESSO L'UNIVERSITÀ DI TORINO

I mercati di crescita per le PMI e la "nuova" s.r.l. aperta

SOMMARIO:1. Introduzione. - 1.1. La sottocapitalizzazione strutturale delle PMI Italiane: la necessità di patrimonializzazione come fattore di resilienza e crescita. 2. L'apertura al mercato per la s.r.l.: inquadramento del problema. - 3. Linee essenziali della disciplina della s.r.l. "aperta". - 4. Il *crowdfunding*. - 5. S.r.l. e mercato dei capitali: quali scenari possibili? - 5.1. (Segue). La quota di s.r.l. intesa come valore mobiliare, la sua dematerializzazione e le conseguenze con riferimento all'art. 2325-bis c.c. - 5.2. (Segue). La possibilità di emettere quote prive del diritto di voto: quali limiti e quali spazi per l'autonomia statutaria nelle s.r.l. "aperte"? - 6. *Euronext Growth Milan*. - 6.1. *Euronext Growth Milan*: architettura, requisiti e accessibilità. - 6.2. I dati di EGM: quotazioni e capitalizzazione raccolta nel periodo 2020-2024. - 6.3. Dalla società chiusa alla società aperta: trasformazione dei modelli di governo. - 6.4. Il Costo della trasparenza e le criticità della disciplina vigente: gli obblighi di disclosure e la clausola aperta del MAR. - 6.5. Il fenomeno allarmante dei delisting - 7. Strumenti finanziari "con vincoli" e negoziazione su *Euronext Growth Milan*. - 8. La legge capitali e le semplificazioni per gli emittenti su EGM. - 8.1. (Segue). L'obbligo di comunicazione dei patti parasociali. - 9. La delega per la riforma organica del T.U.F. - 10. S.r.l.-PMI tra apertura al mercato e tenuta del modello codicistico. - 10.1. (Segue). Quote di s.r.l. e azioni: identità funzionale o solo affinità strutturale?

1. Introduzione

La sottocapitalizzazione strutturale delle PMI italiane rappresenta una delle anomalie più profonde e persistenti del nostro sistema economico, con ricadute significative sulla competitività internazionale, sulla resilienza finanziaria, sulla capacità di innovazione e, in ultima istanza, sulla stabilità dell'intera filiera produttiva.

Infatti, nonostante il tessuto produttivo italiano sia caratterizzato da una straordinaria eccellenza tecnica e da una capacità di adattamento ai mutamenti del mercato globale che non ha uguali nel panorama europeo, le PMI italiane rimangono – sistematicamente – ancorate a strutture patrimoniali e finanziarie insufficienti, ove il rapporto tra mezzi propri e totale dell'attivo mediamente risulta inferiore al 30%¹.

Ma non è tutto: tale squilibrio genera altresì una dipendenza dal credito bancario di breve-medio termine che espone l'impresa a rischi di insolvenza in fasi di crisi finanziaria, limita drasticamente gli investimenti in ricerca e sviluppo², riduce la capacità di crescita per linee esterne attraverso fusioni e acquisizioni, frena l'attrazione di talenti qualificati e competenze manageriali internazionali e, infine, compromette la credibilità e la reputazione dell'impresa nei confronti di clienti e fornitori esteri.

Euronext Growth Milan (d'ora in avanti EGM), il mercato multilaterale di negoziazione gestito da Borsa Italiana e dedicato esclusivamente alle PMI, può rappresentare l'infrastruttura istituzionale per il superamento di dette barriere strutturali: attraverso un regime normativo semplificato (ma rigoroso), supporto qualificato tramite figure professionali specializzate e l'apertura ordinata del capitale a investitori istituzionali e *retail*, EGM offre infatti alle PMI italiane la possibilità di accedere al capitale di rischio, rafforzando significativamente la propria base patrimoniale.

Tuttavia, questo progetto ambizioso di patrimonializzazione (e di modernizzazione) delle PMI italiane si confronta quotidianamente con significative criticità normative, operative e culturali che limitano il pieno potenziale dell'EGM e che, in taluni casi, inducono un numero allarmante di società a scegliere il *delisting* dopo pochi anni dalla quotazione.

¹ Contro valori superiori al 40-45% nelle economie nordeuropee. Il confronto sistematico del modello italiano con le economie pari-ordinali europee (Germania, Francia, Paesi Bassi, Scandinavia) evidenzia chiaramente il *gap* competitivo derivante dalla sottocapitalizzazione. La Germania, pur avendo una tradizione di PMI familiari profonda quanto l'Italia (le *Mittelstand*), ha progressivamente sviluppato nel corso dei decenni una cultura finanziaria e una disciplina normativa che favoriscono la patrimonializzazione ordinata attraverso mercati finanziari regolamentati e multilaterali (segmenti come *Entry Standard*, *Scale*, *Prime Standard* della Borsa di Francoforte), meccanismi di voto plurimo che proteggono i fondatori dalla diluizione del controllo, nonché supporto pubblico tramite KfW (banca di sviluppo federale) e accesso strutturato al *private equity* e al *venture capital*.

La Francia ha storicamente mantenuto una disciplina più aperta alla quotazione e all'accesso ai mercati, con una cultura radicata della separazione tra proprietà e controllo, con il supporto di segmenti dedicati come *Euronext Growth Paris* (ex *Alternext*), con meccanismi di protezione dei soci di controllo come le *loyalty shares* (azioni a voto maggiorato per i soci di lungo periodo). I Paesi scandinavi (Svezia, Norvegia, Finlandia) presentano una cultura consolidata di governance trasparente, di *stewardship* attiva degli investitori istituzionali, di piena valorizzazione dei criteri ESG e di rendicontazione di sostenibilità, con conseguenti livelli di patrimonializzazione e di accesso ai mercati dei capitali superiori all'Italia.

L'Italia, al contrario, rimane caratterizzata da un modello di impresa chiusa, da una normativa che per lunghi decenni ha scoraggiato l'apertura del capitale, da una cultura imprenditoriale tradizionalmente diffidente verso la trasparenza informativa e la perdita di controllo, con il risultato che il numero di PMI quotate sui mercati multilaterali italiani rimane modesto rispetto alle economie pari-ordinali, e il fenomeno dei *delisting* (uscite dal mercato) rimane preoccupantemente frequente.

² Oltre che per la transizione energetica e la digitalizzazione. Sul collegamento tra esigenze di investimento delle imprese, transizione energetica e trasformazione digitale, v. CNDCEC, *Sostenibilità, governance e finanza dell'impresa. Impatto degli ESG con particolare riferimento alle PMI*, 2^a ed., 2025.

Le complessità interpretative della disciplina societaria italiana, un forse eccessivo formalismo procedurale, gli oneri di *compliance* post-quotazione (spesso percepiti come eccessivi rispetto ai benefici effettivi), nonché la difficoltà di mantenere un flottante stabile e diffuso, rappresentano – in definitiva – ostacoli concreti e spesso sottovalutati nel dibattito scientifico e pubblico.

Il presente lavoro si propone di analizzare in modo sistematico e critico il percorso di apertura e patrimonializzazione delle PMI italiane – con un particolare *focus* sulle s.r.l. – attraverso il mercato EGM, mettendo in evidenza sia le opportunità concrete che esso consente, sia i limiti strutturali della disciplina vigente.

Il filo conduttore che attraverserà l'intera analisi è la convinzione che la capitalizzazione ordinata e progressiva delle PMI costituisce una sfida strategica di importanza cruciale per il futuro della nostra economia e che essa richieda interventi coordinati sul piano normativo (sebbene, al momento, essi non appaiano sempre ravvisabili).

1.1. La sottocapitalizzazione strutturale delle PMI Italiane: la necessità di patrimonializzazione come fattore di resilienza e crescita

Il panorama industriale italiano è riconosciuto come uno dei più dinamici e innovativi del continente europeo, caratterizzato dalla prevalenza assoluta di piccole e medie imprese (oltre il 92% delle imprese attive secondo Istat e Unioncamere), che generano ben più della metà del valore aggiunto manifatturiero nazionale e costituiscono il *backbone* di settori ad eccellenza mondiale. Questo modello di PMI a gestione familiare, radicato nei distretti produttivi, ha assicurato al paese una notevole capacità di resilienza nelle fasi di crisi e di mantenimento della competitività sui mercati internazionali.

Le PMI italiane, tuttavia, rimangono caratterizzate da una cultura prevalentemente conservativa in materia di struttura patrimoniale e di *governance* aziendale. La dimensione contenuta, la prevalenza di modelli familiari di controllo e gestione, l'assenza di azionariato diffuso, la riluttanza culturale ad aprire il capitale sociale a investitori esterni e la preferenza storica per il credito bancario (al posto dell'autofinanziamento) hanno consentito ai fondatori e ai loro eredi di mantenere il controllo assoluto dell'impresa e di tutelarsi da rischi di acquisizione ostile, ma hanno – al contempo – limitato drasticamente le prospettive di espansione delle loro imprese³.

³ Nonché, di aggregazione dimensionale con altre PMI, di attrazione di competenze manageriali esterne, di finanziamento di progetti di innovazione tecnologica e, infine, di accesso ai canali alternativi di finanziamento come il private equity e il venture capital. Le indagini sistematiche condotte da organismi internazionali quali l'OCSE, da organizzazioni nazionali rappresentative del tessuto imprenditoriale come Unioncamere e Confindustria, dagli enti di ricerca finanziati pubblicamente come Istat e Banca d'Italia, dalle società di rating e analisi del merito creditizio come Cerved e Coface hanno documentato, con rigore metodologico, che la PMI italiana presenta un rapporto medio tra mezzi propri (capitale sociale, riserve, utili accantonati) e totale dell'attivo inferiore al 30%, con valori che scendono addirittura al 25-27% nelle imprese dei settori tradizionali (tessile, alimentare, meccanica), in marcato contrasto con le aziende tedesche (rapporto medio del 35-40%),

Anche sul piano culturale, d'altronde, le PMI italiane hanno storicamente privilegiato la conservazione dell'autonomia decisionale e del controllo familiare rispetto all'apertura al capitale esterno, temendo la diluizione della proprietà, la perdita di controllo, l'ingresso di soci esterni con priorità finanziarie diverse rispetto all'imprenditore fondatore.

Deve in aggiunta evidenziarsi come – sul piano normativo – anche la disciplina originaria della s.r.l. contenuta nel Codice civile del 1942, sebbene modernizzata dalla riforma del 2003, abbia mantenuto per lunghi decenni barriere significative all'ingresso di nuovi soci (clausole statutarie di gradimento con facoltà di rifiuto immotivato, preferenze per l'unanimità nelle decisioni su modifiche statutarie rilevanti, rigidità nella circolazione delle quote, necessità di atto pubblico notarile per ogni trasferimento), rendendo così poco appetibile per investitori esterni l'ingresso in una s.r.l. italiana.

Un effetto paradossale è inoltre attribuibile al tema fiscale: il regime di tassazione dei dividendi distribuiti ai soci (doppia tassazione, ovvero a livello di utile dell'impresa e a livello di reddito da *capital gains* del socio) ha infatti scoraggiato storicamente la distribuzione di utili e ha incentivato l'accantonamento di riserve non distribuite (accrescendo, conseguentemente, la sottocapitalizzazione nominale delle stesse imprese).

Ad ogni modo, le ricadute concrete della sottocapitalizzazione strutturale sono significative e diffuse: una PMI sottocapitalizzata rimane infatti sistematicamente esposta a rischi di insolvenza in fasi di crisi economica, di contrazione della domanda e di *shock* esogeni di mercato⁴. Al riguardo, la dipendenza dal credito bancario a breve-medio termine espone l'impresa a rischi di rinnegazione della linea di credito nelle fasi recessive, a pressioni per il riporto anticipato dei mutui, a costi di finanziamento più elevati a causa del maggiore rischio di insolvenza percepito dalle banche. Di conseguenza, l'impresa rimane priva di capacità di finanziamento diretto per i progetti di lungo periodo, costringendola di fatto a non poter competere sul mercato⁵. Ma vi sono pure altri aspetti: la sottocapitalizzazione limita la credibilità e la reputazione dell'impresa presso fornitori esteri, committenti di grandi dimensioni, investitori istituzionali, finanziatori e *partner* strategici, riducendo così la capacità di accesso a mercati globali e di sviluppo di relazioni commerciali di lungo periodo.

Insomma, dall'analisi delle ricadute della sottocapitalizzazione emerge chiaramente che una patrimonializzazione ordinata e progressiva delle PMI italiane rappresenta una sfida strategica cruciale per il futuro della nostra economia. Una PMI adeguatamente patrimonializzata accede con maggiore facilità a finanziamenti agevolati e innovativi

francesi (38-42%), belghe e olandesi (40-45%), scandinave (45-50%). Tale sottocapitalizzazione comporta un'eccessiva dipendenza dal credito bancario, il quale rappresenta mediamente il 60-65% dei finanziamenti totali della PMI italiana, contro il 40-45% nelle economie nordeuropee dove il private equity e la finanza alternativa costituiscono un ruolo più equilibrato e significativo.

⁴ Si pensi, ad esempio, alla crisi finanziaria 2008-2012, ai rallentamenti congiunturali 2015-2016, alla pandemia COVID-19 2020-2021.

⁵ In argomento v. PLATTNER, *La quotazione all'AIM come tecnica di finanziamento delle PMI*, in *Società a responsabilità limitata, piccola e media impresa, mercati finanziari: un mondo nuovo?*, Atti del convegno di Courmayeur, 14-15 settembre 2018, a cura di Montalenti e Notari, Milano, Giuffrè, 2020, 180 ss.

(*minibond, green bonds, sustainability-linked loans, prestiti partecipativi*), risulta più credibile e affidabile nella catena di fornitura internazionale, può investire sistematicamente in innovazione tecnologica, ricerca applicata, sviluppo di nuovi modelli di *business*, transizione ecologica verso produzioni a minore impatto ambientale.

In aggiunta, una struttura patrimoniale più robusta consente all'impresa di mantenere con continuità la relazione con i fornitori strategici anche in fasi di difficoltà settoriale, di investire in formazione continua del personale, di implementare politiche di *welfare* aziendale e di *work-life balance*, di attrarre talenti qualificati (anche) mediante l'utilizzo di *stock option, phantom shares*, piani di incentivazione a lungo termine.

Tanto delineato, appare evidente come detta struttura possa delinearci in una PMI anche a seguito della sua quotazione su mercati di crescita; in tal caso, infatti, la stessa beneficia (quantomeno) di visibilità e di reputazione superiori, che si traducono in migliore accesso ai clienti finali e nei mercati internazionali, in valutazioni di borsa più favorevoli per operazioni di M&A, in credibilità superiore presso le banche e i finanziatori alternati.

2. L'apertura al mercato per la s.r.l.: inquadramento del problema

Negli ultimi anni il legislatore ha varato una serie di riforme, spesso di carattere profondamente innovativo, volte da un lato a rafforzare lo sviluppo dei mercati dei capitali e, dall'altro, a favorire la crescita, anche finanziaria, delle s.r.l.⁶

Si tratta di interventi che, approvati in tempi diversi e senza un disegno unitario, presentano profili di disarmonia e sollevano l'esigenza di una riflessione sistematica sul loro approdo complessivo.

Su tali interventi mi soffermerò nel presente contributo, anticipando però fin d'ora come – ad avviso di chi scrive – si imponga una ulteriore riflessione di ordine sistemico da parte del legislatore: questi ha certamente il merito di aver introdotto innovazioni idonee a rafforzare la competitività delle PMI, ma non sembra aver ancora delineato in modo chiaro quale debba essere l'approdo complessivo cui tali interventi, nel loro insieme, sono orientati.

In effetti, la disciplina della s.r.l. contenuta nella riforma societaria contrapponeva nettamente quote e azioni, dove per le prime valeva il duplice divieto di rappresentazione, appunto, tramite azioni e di offerta al pubblico.

⁶Secondo i dati proposti da Unioncamere (disponibili in www.infocamere.it/movimprese) nel I trimestre 2024 risultano registrate 5.929.00 imprese, di cui 5.083.500 sono quelle attive. Di queste, solo 4.292 possono essere considerate grandi imprese (in particolare poiché aventi oltre 250 addetti). Le s.r.l., invece, sono circa 1.730.000 e pressoché tutte sono PMI. D'altronde, anche in Unione europea si assiste ad una tendenza simile, che vede le PMI avere un ruolo di sempre maggiore rilievo: le PMI in Europa producono più della metà del PIL europeo e rappresentano il 99% del totale delle imprese nello Spazio Economico Europeo. Per maggiori dati sulla struttura e la composizione delle imprese italiane si veda la banca dati ISTAT "Imprese e addetti", disponibile su istat.it. Per meglio approfondire i dati sulle PMI in UE v. PARLAMENTO EUROPEO, *Note tematiche sull'Unione europea, Piccole e medie imprese*, disponibile su www.europarl.europa.eu.

Il primo divieto veniva inteso non solo con riferimento all'impossibilità di emissione dei titoli azionari, ma anche in relazione alla facoltà per le s.r.l. di standardizzare e creare diverse categorie di quote (dovendosi, quindi, mantenere il carattere personale delle stesse); con il secondo, invece, veniva impedito a detta società di accedere al mercato del capitale di rischio.

Tali veti sono stati in gran parte superati, salvo quello relativo alla rappresentazione attraverso titoli: in tempi diversi, infatti, è venuto meno il divieto di offrire al pubblico le proprie partecipazioni, di creare categorie di quote, di standardizzare le partecipazioni, e ciò prima per le *start up* innovative (per un periodo di tempo limitato), in un secondo momento per le PMI innovative e, infine, per tutte le PMI.

Inoltre, la recente legge Capitali (legge 5 marzo 2024, n. 21, recante 'interventi a sostegno della competitività del mercato dei capitali') introduce, per le s.r.l. qualificate come PMI, la possibilità di dematerializzare le quote – in particolare le categorie di quote – consentendone la circolazione in forma scritturale ai sensi dell'art. 83-bis TUF, in modo analogo alle azioni; questa evoluzione, limitata alle sole s.r.l.-PMI, apre in prospettiva anche a possibili applicazioni in chiave di tokenizzazione delle partecipazioni e di utilizzo di tecnologie a registro distribuito.

Alla luce di tali sviluppi, la congiuntura normativa appare complessivamente favorevole a un'apertura dei mercati di crescita per le PMI alle s.r.l., pur permanendo significative "asimmetrie" per le s.r.l. che non rientrano nella nozione di PMI. Nondimeno, la stessa legge Capitali non sembra colmare – in attesa di eventuali interventi correttivi – il deficit di coordinamento tra le diverse discipline di diritto commerciale che hanno progressivamente favorito la configurazione, ormai ben nota, della "s.r.l. aperta".

Eppure, come si puntualizzava, permangono non poche difficoltà interpretative. Ad esempio, con le innovazioni introdotte in attuazione del Regolamento sul *crowdfunding* è stato superato il divieto di offerta al pubblico (sembrerebbe) per tutte le s.r.l., sebbene non sia stato eliminato (espressamente) il divieto di emettere categorie di quote e quello di standardizzazione delle stesse per le s.r.l. "grandi", ovvero che superano i limiti che individuano la PMI. O, ancora, si pensi alla possibile dematerializzazione delle quote della s.r.l. consentita proprio dalla legge capitali, dematerializzazione che parrebbe far venir meno le differenze tra le stesse quote e le azioni; purtuttavia, l'apertura delle s.r.l. al mercato di capitali non è esplicitata in modo chiaro, ma sempre e solo attraverso una costruzione giuridica di carattere "incrementale", certamente ambiziosa nelle intenzioni ma timida nelle forme, quasi che gli steccati tra diritto societario e diritto dei mercati finanziari non possano (ancora) essere del tutto valicati con riferimento a questo tipo societario.

In detta prospettiva, il percorso verso la quotazione delle s.r.l. nei mercati di crescita per le PMI richiede – tra l'altro – il superamento di due ostacoli che potrebbero derivare da certe letture delle nuove norme. Considerato infatti che la seconda parte del comma 1 dell'art. 100-ter T.U.F. dispone che «*le quote di partecipazione in società a responsabilità limitata possono costituire oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari, anche attraverso le piattaforme di crowdfunding, nei limiti previsti dal regolamento (UE) 2020/1503*», un primo nodo è

rappresentato dal ritenere che l'offerta al pubblico possa avvenire solo con il *crowdfunding*, dimenticando "l'anche" presente nella norma, mentre l'altro potrebbe derivare da un'interpretazione della nuova norma che limiti l'apertura al mercato solo laddove siano rispettati i presupposti previsti per l'utilizzo del *crowdfunding* (o meglio, dal suo Regolamento).

Nelle pagine che seguono si cercherà - ripercorrendo sia la disciplina riferita alle s.r.l. aperte, sia le regole previste per la quotazione delle PMI nei mercati di crescita (in Italia, appunto, *Euronext Growth Milan*) - di argomentare come invece sia opportuno superare, meglio se in modo definitivo, le "ultime" barriere al fine di consentire alle s.r.l. di accedere concretamente al mercato dei capitali.

La quotazione delle s.r.l. costituisce, è bene ribadirlo, un'operazione peculiare, potenzialmente idonea a veicolare non solo risorse finanziarie ma anche "qualità" e competenze manageriali all'interno del variegato tessuto delle piccole e medie imprese italiane. A ben vedere, infatti - pur in un quadro normativo ancora in evoluzione - non sembrano oggi rintracciarsi divieti espressi alla quotazione delle s.r.l. sui mercati di crescita per le PMI, né ostacoli insuperabili derivanti dalla regolamentazione di tali mercati..

In una prospettiva *de iure condendo*, non pare un azzardo considerare già oggi possibile la quotazione di una s.r.l. nei mercati di crescita per le PMI. E anche laddove vi fossero dubbi al riguardo (come indicato, derivanti dal difficile coordinamento tra regole del diritto societario e del diritto dei mercati finanziari), i passi in avanti effettuati dalla legge capitali e dalle altre regole con riferimento alla "s.r.l. aperta" appaiono come una sorta di *humus* introdotto in un terreno di per sé già fertile, ormai pronto alla nascita di una nuova prospettiva in termini di completa apertura della stessa al mercato dei capitali.

Insomma, forse è proprio la quotazione della s.r.l. nei mercati dei capitali - e non solo la possibilità di vedere negoziate le sue quote attraverso le piattaforme di *crowdfunding* - il vero approdo ancora non espressamente "ufficializzato" in termini normativi che ha caratterizzato l'evolversi della disciplina di tale tipo societario nel recente passato; il tutto nella consapevolezza che le difficoltà interpretative riscontrabili nella incompleta disciplina della s.r.l. possono essere superate, lo si ribadisce, proprio utilizzando le regole dei mercati finanziari.

3. Linee essenziali della disciplina della s.r.l. "aperta"

Come è noto, oggi anche la società a responsabilità limitata può accedere al mercato dei capitali; si tratta di un tema delicato che - prima di essere esaminato nelle pagine seguenti, con particolare riguardo all'eventuale ammissione delle s.r.l. a sistemi multilaterali di

negoziazione e, in specie, ai mercati di crescita per le PMI – richiede un breve *excursus* sull'evoluzione normativa che ha reso possibile tale apertura nel nostro ordinamento ⁷.

Il Governo italiano già nel “*Rapporto Restart Italia! Perché dobbiamo ripartire dai giovani, dall'innovazione, dalla nuova impresa*”, divulgato il 13 settembre 2012, si esprimeva in termini di grande attenzione per lo sviluppo delle nuove imprese tecnologiche. Di lì a breve, infatti, sarebbe stato approvato il d.l. 18 ottobre 2012, n. 179, convertito nella legge 17 dicembre 2012, n. 221 ⁸, nel quale si sarebbe presentata la prima disciplina con riferimento alla c.d. *start up* innovativa ⁹, ovvero una società con oggetto sociale prevalente rivolto allo sviluppo, la produzione e la commercializzazione di prodotti o servizi innovativi ad alto valore tecnologico ¹⁰. Detta società è soggetta all'iscrizione in una sezione speciale del registro delle imprese e può usufruire di una serie di vantaggi di natura fiscale (tra cui riduzioni degli oneri per l'avvio), previdenziale, in ipotesi di fallimento, nonché – come indicato nella norma – di alcune «*deroghe al diritto comune*». Tra l'altro, i vantaggi per le *start up* innovative – previsti in un primo momento per un periodo di tre anni – sono stati prorogati nel tempo e, in alcuni casi, integrati ¹¹.

⁷In argomento v. ANNUNZIATA, “*Il migliore dei mondi possibili*”? *L'accesso delle PMI alle trading venues: libertà, condizionamenti e gold plating*, in *Riv. soc.*, 2021, 5-6, 1175 ss.; DENTAMARO, *Azioni, quote di S.R.L. PMI e loro negoziabilità nel mercato dei capitali e nelle sedi di negoziazione*, in *Giust. civ.*, 2022, 4, 823 ss.

⁸Noto anche come “*Decreto crescita 2.0*”, aveva quale obiettivo precipuo – pure in conseguenza di taluni richiami europei presentati l'anno precedente – di rendere l'Italia un Paese capace di generare innovazione tecnologica; peraltro, tra le misure proposte si ribadiva, alla p. 78, come in ordine al fenomeno dell'*equity crowdfunding* dovesse prevedersi «*una procedura di autorizzazione semplice, basata su chiare garanzie da parte di chi voglia aprire queste piattaforme online dedicate alla raccolta di capitale, creando meccanismi di trasparenza ed informazione*».

⁹Il termine “*start up*”, usato per sottolineare una determinata fase iniziale dell'impresa, viene peraltro stigmatizzato da CIAN, *Le società start-up innovative. Problemi definitivi e tipologici*, in *AIDA*, 2013, 412.

¹⁰L'art. 25, comma 2, d.l. 18 ottobre 2012, n. 179 definisce la *start up* innovativa come una «*società di capitali, costituita anche in forma cooperativa, le cui azioni o quote rappresentative del capitale sociale non sono quotate su un mercato regolamentato o su un sistema multilaterale di negoziazione*». Sempre in base al succitato articolo, la *start up* innovativa è tale se in possesso dei seguenti requisiti: i) sono di nuova costituzione o comunque sono state costituite da meno di 5 anni (in ogni caso non prima del 18 dicembre 2012); ii) hanno sede principale in Italia, o in altro Paese membro dell'Unione Europea o in Stati aderenti all'accordo sullo Spazio Economico Europeo, purché abbiano una sede produttiva o una filiale in Italia; iii) presentano un valore annuo della produzione inferiore a 5 milioni di euro; iv) non distribuiscono e non hanno distribuito utili; v) come si è precisato, debbono avere per oggetto sociale esclusivo o prevalente lo sviluppo, la produzione e la commercializzazione di prodotti o servizi innovativi ad alto valore tecnologico; vi) non devono essere state costituite a seguito di fusione, scissione societaria o a seguito di cessione di azienda o di ramo di azienda; vii) infine, il contenuto innovativo dell'impresa – ai sensi dell'art. 25, comma 2, lett. h), d.l. 18 ottobre 2012 n.179 – è identificato con il possesso di almeno uno dei tre seguenti criteri: 1. una quota pari al 15% del valore maggiore tra fatturato e costi annui è ascrivibile ad attività di ricerca e sviluppo; 2. la forza lavoro complessiva è costituita per almeno 1/3 da dottorandi, dottori di ricerca o ricercatori, oppure per almeno 2/3 da soci o collaboratori a qualsiasi titolo in possesso di laurea magistrale; 3. l'impresa è titolare, depositaria o licenziataria di un brevetto registrato oppure titolare di programma per elaboratore originario registrato. Per approfondimenti e valutazioni, anche di carattere critico, con riferimento soprattutto al d.l. 18 ottobre 2012, n. 179 v. FREGONARA, *La start up innovativa*, Milano, 2013, *passim*. Sul tema v., inoltre, CAGNASSO, *Start up e P.M.I. innovative: inquadramento*, in *Giur. it.*, 2016, 10, 2285 ss.

¹¹Si pensi, ad esempio, alla possibilità di accesso semplificato, gratuito e diretto al fondo di garanzia per le PMI (senza la necessità, quindi, di dover ricevere l'ausilio di un confidi) per poter ottenere una garanzia sui finanziamenti bancari ricevuti o, ancora, alla facoltà di ricevere il c.d. incentivo “*Smart & Start Italia*”, vale a

Queste ultime sono rivolte, in alcuni casi, a tutte le società di capitali (in particolare sotto il profilo della disciplina della riduzione del capitale per perdite), mentre in altri solo alle società a responsabilità limitata. Tra le deroghe al diritto societario previste per le *start up* innovative, merita sottolineare la possibilità: a) di creare categorie di quote, anche senza voto o a voto non pieno; b) di emettere strumenti finanziari forniti di diritti patrimoniali o anche amministrativi, escluso il voto nelle decisioni dei soci; c) di acquisire partecipazioni proprie a certe condizioni; d) di offrire le quote al pubblico, anche tramite il *crowdfunding*. La normativa sulle *start up* innovative è stata interessata negli ultimi anni da alcuni interventi di modifica e miglioramento; al riguardo, provvedimenti quali il d.l. 28 giugno 2013, n. 76 (noto come “Decreto Lavoro”), il d.l. 24 gennaio 2015, n. 3 (noto come “Investment Compact”) e la legge 11 dicembre 2016, n. 232 (la legge di bilancio 2017) hanno affinato e ampliato l’offerta di strumenti agevolativi previsti dal d.l. 18 ottobre 2012, n. 179¹². Tra detti interventi si menziona soprattutto il d.l. 24 gennaio 2015, n. 3 con cui il legislatore, enfatizzando la rilevanza delle imprese tecnologiche quale elemento di accresciuta produttività industriale¹³, ha allargato la platea delle imprese «autorizzate» a raccogliere capitali tramite portali *online* alle c.d. «piccole e medie imprese innovative»¹⁴.

dire l’erogazione di un finanziamento a tasso zero per progetti di sviluppo imprenditoriale con un programma di spesa di importo compreso tra 100 mila e 1,5 milioni di euro. Quest’ultima misura era gestita da Invitalia, in collaborazione con il Ministero dello Sviluppo Economico.

¹²In argomento v. anche GUIZZARDI, *L’impresa start up innovativa costituita in forma di s.r.l.*, in *Giur. comm.*, 2016, 4, 549 ss.; GIUDICI-AGSTNER, *Startups and company law: the competitive pressure of Delaware on Italy (and Europe?)*, in *Eur. Bus. Org. Law Rev.*, 2019, 20, 471 ss., secondo cui il legislatore italiano ha “ridisegnato” la s.r.l. *start up* avendo come riferimento l’ordinamento degli Stati Uniti (e del Delaware in particolare).

¹³Ulteriori misure – non riconducibili al nucleo originario relativo alle *start up* innovative – sono inoltre state approvate al fine di efficientare la disciplina relativa all’imprenditorialità innovativa. Tra queste merita sottolineare, in particolare, il varo del “Piano Nazionale Industria 4.0”, documento il cui *focus* si allarga anche al più vasto panorama delle politiche nazionali per l’innovazione. Sul tema v. AVERARDI, *Potere pubblico e politiche industriali*, Napoli, 2018; MARINO, *Italia 4.0: un nuovo regionalismo per rilanciare l’innovazione, ecco come*, in *agendadigitale.eu*, 2019.

¹⁴Le PMI sono imprese che, così come indicato all’art. 2, par. 1, lett. f), regolamento (UE) 2017/1129 (il c.d. regolamento prospetto), soddisfano i seguenti criteri: a) meno di 250 dipendenti; b) fatturato annuo non superiore a 50 milioni di euro o totale dello stato patrimoniale di bilancio non superiore a 43 milioni di euro. La nozione richiamata dal regolamento (UE) 2017/1129 è stata a sua volta recepita nella nostra legislazione dal Regolamento CONSOB di attuazione del d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, concernente la disciplina degli emittenti. Si sottolinea, inoltre, come nel d.lgs. 3 agosto 2017, n. 129 il legislatore si preoccupi di definire l’ambito di applicazione mediante una serie di modifiche al T.U.F. che, da un lato confermano l’utilizzabilità della nozione di cui sopra e, dall’altro lato, espandono, con ulteriori criteri, il concetto di PMI. Con riguardo a tale ultimo ampliamento – posto il rinvio ai criteri fissati dalla direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio 15 maggio 2014, n. 2014/65/UE, della quale peraltro il d.lgs. 3 agosto 2017, n. 129 ne costituisce attuazione – è da considerarsi altresì “piccola o media impresa” «un’impresa che ha una capitalizzazione di borsa media inferiore a 200.000.000 EUR sulla base delle quotazioni di fine anno dei tre precedenti anni civili» (cfr. art. 4, n. 13, direttiva n. 2014/65/UE). Merita ricordare, sul tema, che la direttiva 2023/2775 del 21 dicembre 2023 prevede di apportare modifiche importanti ai criteri dimensionali per le PMI in risposta all’inflazione registrata nel 2021 e nel 2022 (si considera che l’effetto legato alla crescita dei prezzi dovrebbe comportare una diversa classificazione di PMI, innalzando conseguentemente i limiti dello stato patrimoniale e dei ricavi almeno nella misura del 25%). A seguito della direttiva richiamata, gli Stati membri saranno tenuti a delineare diversi limiti dimensionali per individuare le PMI, presumibilmente con un procedimento condiviso che terminerà nel 2025. Con riferimento alle *start up* innovative, l’art. 4, d.l. 24 gennaio 2015, n. 3 modifica i requisiti di innovatività per esse, stabilendo che si debbano possedere almeno due dei tre requisiti alternativi richiamati dall’art. 25, comma 2, lett. h), d.l.

Continuando la ricostruzione, si evidenzia come l'intervento di maggior rilievo sia comunque il d.l. 24 aprile 2017, n. 50, convertito dalla legge 21 giugno 2017, n. 96, contenente misure urgenti per lo sviluppo delle PMI; al comma 1 dell'art. 57, rubricato "Attrazione per gli investimenti", si prevede che «all'articolo 26, commi 2, 5 e 6, del decreto – legge 18 ottobre 2012, n. 179, convertito, con modificazioni, dalla legge 17 dicembre 2012, n. 221, le parole: 'start-up innovative' e 'start-up innovativa', ovunque ricorrano, sono sostituite dalla seguente: PMI». Con tale disposizione viene quindi consentito anche alle s.r.l. rientranti tra le PMI – analogamente a quanto previsto per le s.r.l. *start up* innovative e per le PMI innovative – di creare categorie di quote, offrirle al pubblico anche attraverso il *crowdfunding*, nonché di acquistare proprie partecipazioni nell'ottica della proposizione di piani di incentivazione¹⁵. Posto quindi che le PMI rappresentano il maggior numero delle s.r.l. nel nostro Paese, appare evidente come tale disposizione abbia aperto importanti opportunità ad un numero cospicuo di società, con effetti potenzialmente poderosi per l'intero sistema economico¹⁶. In ogni caso, alla luce del d.l. 24 aprile 2017, n. 50, le deroghe previste per le s.r.l. PMI – indipendentemente quindi dall'essere innovative – sono sintetizzabili negli aspetti in seguito enunciati (e già concisamente richiamati con riferimento proprio alle *start up* innovative).

In primis, l'atto costitutivo della piccola e media impresa avente forma di società a responsabilità limitata può creare categorie di quote fornite di diritti diversi e, nei limiti imposti dalla legge, può liberamente determinare il contenuto delle varie categorie anche in deroga a quanto previsto dall'art. 2468, commi 2 e 3, c.c.¹⁷. Prima di dette emissioni dovrà

18 ottobre 2012, n. 179, ma con delle soglie inferiori rispetto a quanto previsto per queste ultime. Le piccole e medie imprese innovative sono pertanto da intendersi con riferimento alle due definizioni di PMI e di *start up* innovative. Si sottolinea, in aggiunta, come oltre alle piccole e medie imprese innovative anche gli OICR e le società che investono prevalentemente in *start up* innovative sono annoverati dalla legge in questione tra i soggetti a cui è dato accesso alle piattaforme di *equity crowdfunding* in ordine alla negoziazione delle proprie partecipazioni. Si evidenzia, ancora, come sempre nel solco di tali semplificazioni, il decreto MISE, 17 febbraio 2016, in attuazione dell'art. 4, comma 10-bis, d.l. 24 gennaio 2015, n. 3, abbia introdotto la possibilità di costituire una *start up* innovativa s.r.l. con firma digitale e con un modello di atto costitutivo e statuto *standard* per mezzo di una procedura *online* – quindi senza necessità di alcun intervento da parte di un notaio – in deroga all'art. 2463 c.c.

¹⁵ Si veda, al riguardo, CAGNASSO, *Profili organizzativi e disciplina applicabile alle s.r.l. P.M.I.*, in *NDS – Il Nuovo diritto delle Società*, 2018, 11, 168 ss.; CAMPOBASSO, *Il futuro delle società di capitali*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2019, 1, 138 ss. Si sottolinea, inoltre, come alle sole società qualificate come *start up* innovative, incubatori qualificati di *start up* innovative e PMI innovative sia consentito di emettere strumenti finanziari forniti di diritti patrimoniali o anche amministrativi, escluso il voto nelle decisioni dei soci (artt. 25 e 26, d.l. 18 ottobre 2012, n. 179, conv. in legge 17 dicembre 2012, n. 221 e art. 4, d.l. 24 gennaio 2015, n. 3, conv. in legge 24 marzo 2015, n. 33).

¹⁶ Per approfondimenti sulle attività svolte e la strutturazione delle PMI in Italia v. COLONNELLO-IANNACCONE-MOLLO-ONZA, *Piccole e medie imprese e finanziamento del progetto imprenditoriale: una ricerca per un nuovo tipo di emittente*, in *Quaderni giuridici Consob*, n. 24, giugno 2022.

¹⁷ L'attribuzione di diritti particolari a singoli soci (in deroga all'art. 2468, comma 3, c.c.) comporta che si potranno prevedere quote privilegiate, ossia dotate di diritti ultraproporzionali o eccedenti quelli spettanti alle rimanenti quote, depotenziate (vale a dire dotate di diritti sottoproporzionali) o, ancora, prive di certe prerogative ordinarie. Si sottolinea, sul punto, come il trasferimento delle quote depotenziate non appaia soggetto a limiti: la quota può circolare liberamente (sempre che non sussistano vincoli statutari al riguardo), e anche a seguito della circolazione non ne sono modificate o perse le prerogative. Ciò non accade, invece, a

essere modificato lo statuto della PMI, nel quale oltre alle categorie richiamate dovrà essere anche previsto il diritto di recesso dalla società¹⁸.

Un secondo profilo di rilievo è rappresentato dalla deroga all'art. 2468, comma 1, c.c., in forza della quale le quote di partecipazione nelle piccole e medie imprese costituite in forma di società a responsabilità limitata possono formare oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari, anche per il tramite dei portali di equity crowdfunding. Merita, inoltre, di essere ricordato che, per tali s.r.l.-PMI, il divieto di operazioni sulle proprie partecipazioni di cui all'art. 2474 c.c. non si applica quando l'acquisto o l'assegnazione di quote avvenga in esecuzione di piani di incentivazione rivolti a dipendenti, collaboratori o componenti dell'organo amministrativo¹⁹.

Trattasi di aspetti importantissimi, tra cui si evidenzia soprattutto la possibilità concessa alla s.r.l.-PMI di offrire al pubblico le proprie quote – per il tramite dei portali di *crowdfunding* – come prodotti finanziari²⁰. È stata altresì permessa, anche alle s.r.l. PMI, l'emissione di categorie di quote plurime fornite di ampi e diversi diritti, nonché con contenuto liberamente determinabile, anche in deroga a quanto previsto dall'art. 2468, comma 2 e 3, c.c.

La locuzione prodotti finanziari, richiamata all'art. 26, comma 5, d.l. 18 ottobre 2012, n. 179, è peraltro da intendersi solo con riferimento a dette categorie di quote, non dovendosi

seguito di circolazione della quota privilegiata: essa è infatti soggetta a limitazioni dirette al singolo socio o all'attivazione di contrappesi, sempre che lo statuto non preveda diversamente. In assenza di diverse disposizioni statutarie, è infatti richiesta l'unanimità dei consensi dei soci, ai sensi dell'art. 2468, comma 4, c.c. in ipotesi si voglia trasferire come quota privilegiata, cioè se si vuole fare conseguire l'attribuzione del medesimo diritto particolare all'acquirente. Se, invece, l'atto costitutivo dovesse prevedere deroghe al disposto dell'art. 2468, comma 4, c.c., il medesimo dovrebbe consentire l'automatica attribuzione a ciascuno degli altri soci del diritto di recesso. Sul tema v., CIAN, *S.r.l. PMI, s.r.l., s.p.a.: schemi argomentativi per una ricostruzione del sistema*, in *Riv. soc.*, 2018, 4, 823 ss.; PALMIERI, *Principio di proporzionalità, diritti particolari dei soci e autonomia statutaria nella s.r.l.*, in *Riv. soc.*, 2012, 877 ss. Con particolare riferimento all'art. 2468 c.c. v. CAVANNA, *Partecipazione e "diritti particolari" dei soci*, in *Le nuove s.r.l.*, diretto da Sarale, Bologna, 2008, 157 ss.; BIANCHI-FELLER, *Art. 2468*, in *Società a responsabilità limitata*, a cura di Bianchi, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari, Milano, 2008, 335 ss. Si anticipa, in ogni caso, quanto meglio si specificherà *infra* al cap. IV, § 1, ovvero che in ipotesi di s.r.l. che abbiano nel proprio statuto clausole di mero gradimento (ma analogo discorso vale, ovviamente, anche per le s.p.a.) non sarà possibile accedere al mercato dei capitali (e quindi anche al mercato non regolamentato EGM), poiché dette clausole sono tali da incidere sul trasferimento delle medesime partecipazioni sociali. Dette limitazioni non sembrano sussistere, invece, nel caso di società che abbiano nel loro statuto clausole di non mero gradimento o prelazione, a condizione che Borsa Italiana non le valuti negativamente (poiché in grado di turbare il mercato).

¹⁸ A parere di chi scrive, la previsione nell'atto costitutivo della s.r.l. delle diverse categorie di quote richiede il consenso di tutti i soci [cfr. 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, 354], mentre la successiva modificazione dei diritti delle categorie di quote dovrebbe richiedere la preventiva deliberazione dell'assemblea speciale di categoria, di fatto ammettendo l'applicabilità dell'art. 2376 c.c. alla s.r.l. (al riguardo, v. BUSI, *Applicabili nelle s.r.l. molte norme delle s.p.a.: le regole nei nuovi atti costitutivi*, in *Società e Contratti, Bilancio e Revisione*, 2018, 6, 14).

¹⁹ Sul punto v. MALTONI, *Le operazioni sulle proprie partecipazioni nelle s.r.l.-P.M.I.*, in *Riv. dir. soc.*, 2019, 3, 605 ss.

²⁰ In deroga, appunto, all'art. 2468, comma 1, c.c. Nello specifico, ai sensi dell'art. 100-ter, comma 1, T.U.F. attualmente in vigore «in deroga a quanto previsto dall'articolo 2468, primo comma, del codice civile, le quote di partecipazione in società a responsabilità limitata possono costituire oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari, anche attraverso le piattaforme di crowdfunding, nei limiti previsti dal regolamento (UE) 2020/1503».

invece estendere ad altri titoli o strumenti finanziari preclusi alle s.r.l.²¹. Ovviamente, in ipotesi di offerta al pubblico delle partecipazioni sociali dovranno essere previsti una serie di presidi volti a tutelare, quanto più possibile, gli investitori²².

Gli interventi richiamati sembrano peraltro in grado, almeno in parte, di modificare la stessa essenza delle s.r.l., avvicinandone il modello proprio a quello delle società per azioni. Il legislatore, infatti, pur tenendo conto che la disciplina propria delle s.r.l. di diritto comune si fonda sul presupposto del carattere chiuso della compagine sociale, consente – in caso di offerte di quote fornite di diritti diversi – di addivenire ad una società aperta; viene pertanto consentito di derogare a regole che in un contesto chiuso appaiono inderogabili²³.

In definitiva, a seguito degli interventi richiamati (e in particolare dopo il d.l. 24 aprile 2017, n. 50) è possibile assistere nel nostro ordinamento alla presenza sia di s.p.a. chiuse o aperte, sia di s.r.l. chiuse o aperte²⁴.

Il legislatore ha quindi previsto le PMI aperte nel contesto non solo della s.p.a., ma anche della s.r.l., tipo funzionale alla società chiusa. Non ha però introdotto nell'ordinamento una

²¹ Sul tema v., fra gli altri, CORSO, *Le s.r.l. «aperte» al mercato tra governance societaria e diritti dei soci investitori*, Milano, 2021, 11 ss.; GUIZZARDI, *L'accesso al capitale di rischio delle società innovative a responsabilità limitata*, Milano, 2022, 5 ss.; SPOLAORE, *S.R.L. e offerta al «pubblico» di partecipazioni sociali*, Milano, 2022, 31 ss.

²² Come è stato osservato, per le s.r.l. PMI «a livello di regole societarie manca una piena consapevolezza delle caratteristiche di tale tipologia di emittenti, i quali, sebbene non pongano al momento esigenze di tutele degli interessi generali del mercato analoghe a quelle riscontrabili nelle società quotate, tali da legittimare una maggiore imperatività della disciplina, richiedono comunque un'efficace governance societaria e la predisposizione di tutele per gli investitori più vulnerabili. A questo riguardo, si è rilevato come il principio di portata generale scolpito dall'art. 2086 c.c. solleciti in modo particolare le s.r.l. che si rivolgono al mercato attraverso i portali di crowdfunding all'individuazione di un congruo assetto dei controlli interni». Così CORSO, *Le s.r.l. «aperte» al mercato tra governance societaria e diritti dei soci investitori*, cit., 259.

²³ Sulla s.r.l. aperta cfr. ABRIANI, *Quote, categorie di quote e strumenti finanziari delle s.r.l. PMI: possibilità di razionalizzazione del sistema?*, in *Società a responsabilità limitata, piccola e media impresa, mercati finanziari: un mondo nuovo?*, Atti del Convegno Courmayeur del 14 e 15 settembre 2018, a cura di Montalenti e Notari, Milano, 2020, 79 ss.; BENAZZO, *Categorie di quote, diritti di voto e governance della «nuovissima» s.r.l.: quale ruolo e quale spazio per la disciplina azionaria nella s.r.l.-PMI aperta?*, in *Riv. soc.*, 2018, 5/6, 1441 ss.; ID., *Categorie di quote, diritti di voto e governance della «nuovissima» s.r.l.*, in *Riv. dir. soc.*, 2019, 632 ss.; BRIZZI, *S.r.l. PMI e offerta al pubblico di quote di partecipazione*, Torino, 2022, *passim*; CAGNASSO, *La s.r.l. piccola e media impresa (PMI)*, in *Le società a responsabilità limitata*, a cura di Ibba e Marasà, I, Milano, 2020, 87 ss.; ID., *La s.r.l. «aperta»*, in *Start up e PMI innovative*, diretto da Cagnasso e Mambriani, Bologna, 2020, 227 ss.; ID., *Il socio di s.r.l. privo del diritto di voto. Qualche riflessione in tema di proprietà e controllo nell'ambito delle società PMI*, in *NDS – Il Nuovo diritto delle società*, 2018, 915 ss.; CAMPOBASSO, *La società a responsabilità limitata. Un modello «senza qualità»?*, in *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della crisi. Studi in onore di Oreste Cagnasso*, a cura di Irrera, Torino, 2020, 19 ss.; CERRATO, *La parabola di start up e PMI dalla s.r.l. alla s.p.a., ivi*, 39 ss.; CIAN, *Dalla s.r.l. a base personalistica alle quote «finanziarie» e alla destinazione ai mercati: tante s.r.l.?*, in *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico*, cit., 28 ss.; CORSO, *S.r.l.-PMI aperte al mercato: scelte statutarie e diritti dei soci investitori*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2020, 877 ss.; DESANA, *PMI innovative, PMI e società a responsabilità limitata: una rivoluzione copernicana?*, in *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico*, cit., 52 ss.; GINEVRA, *Le società di capitali «aperte», tra codice civile e t.u.f.*, in *Governance e mercati. Studi in onore di Paolo Montalenti*, a cura di Callegari-Cerrato-Desana, I, Torino, 2022, 472 ss.; MONTALENTI, *Il diritto societario dai «tipi» ai «modelli»*, in *Giur. comm.*, 2016, 2, 420 ss.; SANTOSUOSSO, *Introduzione alla riforma delle società a responsabilità limitata PMI e qualificazione tipologica della società a responsabilità limitata*, in *Riv. dir. soc.*, 2019, 489 ss.; SPERANZIN, *S.r.l. piccole-medie imprese*, cit., 339 ss.; ZANARONE, *La s.r.l. A vent'anni dalla riforma del diritto societario*, Milano, 2023, 599 ss.

²⁴ La differenza che forse più emerge tra la s.p.a. aperta e la s.r.l. aperta è che la prima deve superare determinate soglie dimensionali, mentre la seconda non può oltrepassarle. Cfr. CAGNASSO, *Profili organizzativi e disciplina applicabile alle s.r.l. P.M.I.*, cit., 170 ss.

precisa disciplina esclusivamente riconducibile al carattere aperto di queste ultime, elemento problematico che meglio si cercherà di analizzare nel prosieguo.

Tuttavia, ciò che appare dirimente è la possibilità che le deroghe citate – a seguito di interpretazione letterale delle modificazioni introdotte dal d.l. 24 aprile 2017, n. 50 – siano previste non solo per le s.r.l. che accedono alle piattaforme di *equity crowdfunding*, ma in generale a tutte le s.r.l., purché non superino le dimensioni che individuano le PMI.

Si sottolinea, inoltre, come le stesse clausole richiamate nel modello *standard* di s.r.l. *start up* innovativa prevedono che le deroghe al diritto societario (ed in particolare la creazione di quote con diritti diversi) non siano legate in modo esplicito al carattere “effettivamente” aperto della società, bastando la configurazione dello statuto sociale ai sensi dell’art. 26, d.l. 18 ottobre 2012, n. 179. Ne consegue che le s.r.l. rientranti tra le PMI (anche quando possono essere considerate solo come potenzialmente aperte)²⁵ ben potranno, quindi, “sfruttare” le possibilità richiamate: non solo creando categorie di quote con differente contenuto senza collegarle necessariamente al carattere aperto della società, ma pure acquisendo partecipazioni proprie laddove intendano, ad esempio, attuare piani di incentivazione a favore di dipendenti, amministratori, prestatori di opere e servizi anche professionali²⁶. Tuttavia, trattandosi di eventualità singolari, nel proseguo si preferirà focalizzare l’attenzione delle analisi proposte sugli aspetti problematici inerenti alle s.r.l. “effettivamente” aperte, con quote offerte sul mercato dei capitali.

Tornando all’*excursus* normativo che ha contribuito a configurare l’odierna s.r.l. aperta, si evidenzia come l’impostazione prospettata dall’art 26, d.l. 18 ottobre 2012, n. 179 fosse stata corroborata anche dal d.lgs. 3 agosto 2017, n. 129, recante attuazione della direttiva 2014/65/UE del 15 maggio 2014, relativa ai mercati degli strumenti finanziari, e con cui è stato riformulato, ai sensi dell’art. 4, l’art. 100-*ter* T.U.F. (già peraltro variato dai decreti del 2012 e del 2015 sopra richiamati)²⁷. Con la versione modificata della norma era stato previsto che le offerte al pubblico condotte attraverso uno o più portali per la raccolta di capitali (*crowdfunding*) potessero avere ad oggetto la sottoscrizione di strumenti finanziari emessi dalle piccole e medie imprese (senza distinzione tra s.r.l. e s.p.a.), dalle imprese

²⁵ In tale prospettiva, tutte le s.r.l. PMI sono da intendersi come società potenzialmente “aperte”, a patto che inseriscano nei loro statuti una serie di previsioni con riferimento alla possibilità di offrire al pubblico le partecipazioni ed alla tutela prevista per gli investitori. Cfr. FREGONARA, *Imprese innovative e nuove fonti di finanziamento – l’equity base crowdfunding: un nuovo modello di finanziamento per le start up innovative*, in *Giur. it.*, 2016, 10, 2293 ss.; BENAZZO, voce *Start up e PMI innovative*, in *Dig. disc. priv.*, sez. comm., 8, Torino, 2017, 485 ss.; DE LUCA, *Crowdfunding e quote “dematerializzate” di s.r.l.? Prime considerazioni*, in *N. leggi civ. comm.*, 2016, 4 ss.; ALESSIO, *Intestazione intermediata delle quote di s.r.l. pmi e schema fiduciario*, in *Giur. comm.*, 2024, 1, 207 ss.

²⁶ Sul punto cfr. MALTONI, *Le operazioni sulle proprie partecipazioni nelle s.r.l.-P.M.I.*, cit., 606 s.

²⁷ L’art. 4, infatti, così recita: «*le offerte al pubblico condotte attraverso uno o più portali per la raccolta di capitali possono avere ad oggetto soltanto la sottoscrizione di strumenti finanziari emessi dalle piccole e medie imprese, dalle imprese sociali e dagli organismi di investimento collettivo del risparmio o altre società di capitali che investono prevalentemente in piccole e medie imprese. Le offerte relative a strumenti finanziari emessi da piccole e medie imprese devono avere un corrispettivo totale inferiore a quello determinato dalla Consob ai sensi dell’articolo 100, comma 1, lettera c)*».

sociali e dagli organismi di investimento collettivo del risparmio o, ancora, dalle altre società di capitali che investono prevalentemente in piccole e medie imprese²⁸.

In aggiunta, al comma 1-bis, era stato confermato che, in deroga a quanto previsto dall'art. 2468, comma 1, c.c., le quote di partecipazione in piccole e medie imprese costituite in forma di società a responsabilità limitata potessero costituire oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari, anche – ma lo si ribadisce, non esclusivamente – attraverso i portali per la raccolta di capitali²⁹. In definitiva, gli strumenti finanziari (titoli di capitale e titoli di debito) potevano essere proposti tramite i portali di *crowdfunding*, mentre le quote partecipative anche al di fuori di essi.

Un ulteriore “salto di qualità” è infine rappresentato dal d.lgs. 10 marzo 2023, n. 30 – norma che ha riformulato nuovamente e meglio specificato l'art. 100-ter, comma 1, T.U.F. – in base al quale è disposto che tutte le s.r.l. hanno la possibilità di offrire le quote di partecipazione al pubblico in qualità di prodotti finanziari, anche (ma non solo) attraverso le piattaforme di *crowdfunding*³⁰, nei limiti previsti dal Regolamento (UE) 2020/1503³¹: si passa così dalla s.r.l.-PMI aperta alla s.r.l. aperta.

Mi pare sia importante sottolineare, ancora una volta, l'importanza della congiunzione “anche” nell'art. 100-ter T.U.F., da interpretarsi nel senso che la s.r.l. aperta può accedere non solo al *crowdfunding* ma “anche”, appunto, al mercato dei capitali.

E il mercato di capitali più facilmente accessibile per una s.r.l. aperta è proprio quello (non regolamentato) di crescita per le PMI. Insomma, reputo che non abbia alcun senso considerare quanto espresso nel comma 1 dell'art. 100-ter T.U.F. limitandone la portata al solo *crowdfunding*: se ne contravverrebbe non solo la *ratio* della norma, ma pure quanto letteralmente in essa espresso (nonché le regole che hanno preceduto la sua versione attuale e di cui si è provato a dare conto).

²⁸ Le offerte relative a strumenti finanziari emessi da piccole e medie imprese devono avere un corrispettivo totale inferiore a quello determinato dalla Consob ai sensi dell'art. 100, comma 2, lett. c), T.U.F. e comunque, come previsto dalla stessa norma, «nei limiti di un importo monetario compreso tra un minimo di 1 milione di euro e un massimo di 8 milioni di euro». Detto importo, come meglio si dirà, è fissato dal Regolamento (UE) 2020/1503 in 5 milioni di euro.

²⁹ Applicandosi pertanto a queste ultime la nuova forma alternativa di circolazione dematerializzata delle quote, prima prevista solo per le *start up* innovative. Ad ogni modo, le variazioni introdotte all'art. 100-ter T.U.F. avevano quale obiettivo quello di adeguare la normativa secondaria alle novità previste dal d.l. 24 aprile 2017, n. 50, convertito dalla legge 21 giugno 2017, n. 96, nonché quello di rispettare la direttiva 2014/65/UE (Mifid II), recepita in Italia con il d.lgs. 3 agosto 2017, n. 129, che introduce modifiche alle disposizioni del T.U.F. in materia di raccolta di capitali di rischio tramite i portali *on-line*.

³⁰ Sul tema v. 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 *Rivista Orizzonti del Diritto Commerciale*, 2023, 895 ss.; CORSO, *La s.r.l. aperta al mercato tra crowdfunding e sperimentazione di nuovi ambienti digitali*, in *Rivista Orizzonti del Diritto Commerciale*, 2024, 119 ss.; SERAFIN, *Dematerializzazione e tokenizzazione delle quote di s.r.l.: quali sviluppi di un mercato secondario*, in *Banca impresa società*, 2023, 615 ss.

³¹ Il Regolamento (UE) 2020/1503 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 7 ottobre 2020, riguarda i fornitori europei di servizi di *crowdfunding* per le imprese. Esso stabilisce requisiti uniformi per la fornitura di servizi di *crowdfunding*, l'organizzazione, l'autorizzazione e la supervisione dei fornitori, il funzionamento delle piattaforme di *crowdfunding* e la trasparenza nelle comunicazioni di *marketing* nell'Unione Europea.

Non credo, inoltre, che il riferimento ai limiti previsti dal Regolamento (UE) 2020/1503 comporti che debbano essere rispettati i valori massimi disposti per le operazioni tramite *crowdfunding* laddove si propenda per la quotazione della s.r.l. nei mercati (non regolamentati); se si seguisse questa interpretazione, si dovrebbe ritenere che una s.r.l. non possa offrire al pubblico partecipazioni per un ammontare superiore a 5 milioni di euro³², il che limiterebbe – e di molto – la convenienza delle emissioni (infatti, i costi di strutturazione dell'operazione inciderebbero in modo eccessivo su un flottante "contenuto")³³.

In definitiva, con le discipline enunciate, sono state – in un certo senso – "assottigliate" le differenze tra le s.r.l. e le s.p.a., avvicinando le prime alle seconde.

E tuttavia, tale processo di "avvicinamento" non era sufficiente a colmare integralmente le differenze strutturali tra i due tipi societari e, in particolare, tra azioni e quote: queste ultime, infatti, pur essendo già suscettibili di essere articolate in categorie, non potevano né assumere la configurazione propria dei titoli azionari, né essere da essi surrogata.³⁴ In ogni caso, le quote di una s.r.l. già potevano essere considerate quali valori mobiliari (qualificazione che richiede la caratteristica della negoziabilità sul mercato dei capitali e la

³² Infatti, come si può leggere nel considerando 16 del Regolamento (UE) 2020/1503 del Parlamento europeo e del Consiglio del 7 ottobre 2020 relativo ai fornitori europei di servizi di *crowdfunding* per le imprese (che modifica il Regolamento (UE) 2017/1129 e la direttiva (UE) 2019/1937) «tenuto conto dei rischi associati agli investimenti legati al *crowdfunding*, nell'interesse dell'effettiva tutela degli investitori e della predisposizione di un meccanismo di disciplina di mercato, è opportuno imporre una soglia pari a un corrispettivo totale per le offerte di *crowdfunding* presentate da un determinato titolare di progetti. Di conseguenza, tale soglia dovrebbe essere fissata a 5.000.000 EUR, che rappresenta la soglia utilizzata dalla maggior parte degli Stati membri per esentare le offerte al pubblico di titoli dall'obbligo di pubblicazione del prospetto, conformemente al regolamento (UE) 2017/1129 del Parlamento europeo e del Consiglio».

³³ Sul punto, v. BRIZZI, *La dematerializzazione delle quote di S.r.l. PMI*, in *Società*, 2024, 7, 800, secondo cui è possibile «interpretare la deroga all'art. 2468, comma 1, c.c. in tema di divieto di offerta al pubblico di prodotti finanziari, stabilita dall'art. 100-ter, comma 1, T.U.F. a favore delle quote di partecipazione di S.r.l. a prescindere dalle sue dimensioni – a seguito della novella disposta in adeguamento alla normativa sovranazionale – come non limitata alle sole piattaforme di *crowdfunding*, ma, valorizzando l'avverbio "anche", estesa al di fuori delle stesse. Il che non conduce a reputare implicitamente abrogata la norma codicistica – risultato che, se accolto porrebbe a rischio di incostituzionalità la novella legislativa per eccesso di delega – laddove si accolga la proposta interpretativa di considerare i limiti del regolamento europeo, entro i quali la suddetta offerta si deve muovere, come riferiti (almeno) ai limiti quantitativi in esso presenti (euro 5.000.000,00), sì da risolvere le ambiguità presenti nel dettato legislativo». Contrario invece all'offerta delle partecipazioni sociali al pubblico al di fuori dei portali online di *crowdfunding* è SPOLAORE, *La partecipazione in s.r.l. tra crowdfunding e dematerializzazione*, in *Rivista Orizzonti del Diritto Commerciale*, 2024, 1, 175 ss.

³⁴ Rimane peraltro la possibilità che le stesse s.r.l., pur usufruendo, ad esempio, dei servizi prestati dai portali di *equity crowdfunding*, offrano al pubblico quote partecipative ordinarie, identiche a quelle già emesse a favore dei soci fondatori. Le stesse potrebbero inoltre offrire partecipazioni unitarie di valore nominale diverso. Cfr. GUACCERO, *La start-up innovativa in forma di società a responsabilità limitata: raccolta del capitale di rischio ed equity crowdfunding*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2014, 699 ss.

standardizzazione delle quote)³⁵ con la conseguenza dell'assoggettamento a una parte della disciplina contenuta nel T.U.F.³⁶.

Tale processo di avvicinamento sembra, tuttavia, essersi (quasi) compiuto con l'approvazione, ad opera della legge Capitali, della disciplina sulla dematerializzazione delle quote di s.r.l., che avvicina in misura significativa il regime partecipativo di questo tipo sociale a quello azionario.

4. Il *crowdfunding*

Il *crowdfunding* è disciplinato nel nostro ordinamento dal T.U.F. e dal Regolamento Consob del 1° giugno 2023³⁷: in particolare, vengono disciplinate le modalità attraverso le quali le partecipazioni di società di capitali possono essere offerte al pubblico per il tramite di portali *online*, nonché le regole cui devono attenersi gli investitori per la loro sottoscrizione.³⁸; in

³⁵ Con la standardizzazione della quota è in pratica derogata la tendenziale unitarietà delle partecipazioni sociali delle s.r.l. Come è noto, esse non costituiscono frazioni predeterminate del capitale sociale suscettibili di essere possedute in numero variabile dal medesimo soggetto, ma sono da intendersi come rapporti sociali unitari, ognuno dei quali riferibile ad un unico socio. I valori mobiliari, noti anche con l'inglese *security*, sono degli *asset* finanziari negoziabili. Essi comprendono i titoli di massa (titoli di capitale e titoli di debito) e gli strumenti derivati.

³⁶ Cfr. CIAN, *Le sedi di negoziazione diverse dai mercati regolamentati*, in *Studium juris*, 2019, 456; ID., *Dalla s.r.l. a base personalistica alle quote "finanziarie" e alla destinazione ai mercati: tante s.r.l.?*, in *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico*, cit., 34 ss.

³⁷ Trattasi, nello specifico, del Regolamento in materia di servizi di *crowdfunding*, in attuazione del Regolamento (UE) 7 ottobre 2020, n. 1503, sui fornitori di servizi di *crowdfunding* alle imprese (c.d. Regolamento ECSP – *European Crowdfunding Service Providers*) e degli artt. 4-*sexies* 1 e 100-*ter* del T.U.F., adottato con delibera Consob 1° giugno 2023, n. 22720. Cfr. FREGONARA, *Le recentissime novità in materia di crowdfunding*, in *NDS – Il Nuovo diritto delle Società*, 2023, 495 ss.; SPOLAORE, *La partecipazione in s.r.l. tra crowdfunding e dematerializzazione*, cit., 175 ss. Ad ogni modo, la disciplina dell'*equity crowdfunding* – che come si è precisato è stata introdotta in Italia nel 2012 – ha subito negli anni diverse modifiche, variandone caratteristiche e peculiarità in modo significativo: obiettivo precipuo è stato (ed è tutt'ora) quello di sviluppare anche nel nostro Paese un sistema normativo in grado di favorire la capitalizzazione – e il finanziamento – delle piccole-medie imprese (PMI) anche da parte delle entità non bancarie. Si specifica, tuttavia, come il fenomeno *crowdfunding* possa declinarsi anche con altre tipologie in cui può essere spiegato e classificato; traendo ispirazione dal contesto finanziario americano (focalizzato, come è noto, in particolare sul fattore remunerativo) è possibile individuare oltre all'*equity-based crowdfunding* anche le "varianti" del *donation-based crowdfunding*, del *reward-based crowdfunding* e del *lending-based crowdfunding*. Per approfondimenti sulle prime esperienze statunitensi v. BRADFORD, *Crowdfunding and the Federal Securities Laws*, in *Colum. Bus. L. Rev.*, 2012, 11 ss.; PEKMEZOVIC-WALKER, *The global significance of crowdfunding: solving the SME funding problem and democratizing access to capital*, in *W. & M. Bus. Law Rev.*, 2016, 347 ss.; SCHWARTZ, *Crowdfunding Securities*, in *Notre Dame Law Rev.*, 2012-2013, 1457 ss.; ID., *Crowdfunding Issuers in the United States*, in *W. U. J. L. & Pol'y*, 2020, 158 ss.

³⁸ Ci si riferisce, quindi, soprattutto al c.d. *equity-based crowdfunding*, attraverso il quale si consente ai *crowdfunders* di entrare a far parte della compagine societaria degli emittenti, effettuando i relativi conferimenti (in caso di un aumento di capitale) o acquistando partecipazioni già esistenti (ipotesi, quest'ultima, decisamente più rara nella prassi). Tuttavia, nel Regolamento ECSP è disciplinato anche il c.d. *debt-crowdfunding* o *lending-based crowdfunding*. Sul tema, v. PICCIAU, *Le recenti modifiche al Regolamento Crowdfunding per il finanziamento delle PMI tramite obbligazioni o strumenti finanziari di debito*, in *Riv. soc.*, 2019, 1329 ss.; STAIKOURAS, *The European Union proposal for a Regulation on cross-border crowdfunding services: a solemn or pie-crust promise?*, in *Eur. Business Law Rev.*, 2020, 31, 6, 1047 ss. Inoltre, v., se vuoi, POLICARO, *Il debt crowdfunding. Un nuovo modello di finanziamento per le PMI in Italia*, in *Osserv. dir. civ. e comm.*, 2020, 1, 161 ss.

aggiunta, definisce gli obblighi a cui la società emittente ed il gestore del portale debbono sottostare³⁹, nonché le protezioni previste (in termini di necessarie informazioni) per gli investitori, soprattutto quando considerati non professionali (c.d. *retail*)⁴⁰.

Ad ogni modo, l'investimento richiesto agli investitori professionali è sempre stato percepito come una forma di tutela verso quelli *retail*: si sottolinea, infatti, come il precedente Regolamento italiano sull'*equity crowdfunding*, adottato dalla Consob con la delibera n. 18592/2013 (e superato proprio dal Regolamento in materia di servizi di *crowdfunding* adottato con delibera Consob 1° giugno 2023, n. 22720), prevedesse la necessità – per perfezionare una raccolta sui portali autorizzati – che alla campagna partecipassero uno o più investitori istituzionali, sottoscrivendo almeno il 5% della raccolta complessiva⁴¹. La soglia era però ridotta al 3% per le offerte effettuate da piccole e medie imprese in possesso della certificazione del bilancio e dell'eventuale bilancio consolidato relativi agli ultimi due esercizi precedenti l'offerta, emesse da un revisore contabile.

Non è oggetto del presente scritto affrontare il tema del *crowdfunding*, peraltro analizzato e commentato ampiamente negli ultimi anni dalla letteratura scientifica⁴²: tuttavia, non può

³⁹ Ai sensi dell'art. 50-*quinquies*, comma 2, T.U.F., la gestione dei portali di *equity crowdfunding* è riservata «alle SIM, alle imprese di investimento UE, alle imprese di Paesi terzi diverse dalle banche autorizzate in Italia, ai gestori di cui all'articolo 1, comma 1, lettera q-bis), limitatamente all'offerta di quote o azioni di OICR che investono prevalentemente in piccole e medie imprese e alle banche, autorizzati ai relativi servizi di investimento, nonché ai soggetti iscritti in un apposito registro tenuto dalla Consob, a condizione che questi ultimi trasmettano gli ordini riguardanti la sottoscrizione e la compravendita di strumenti finanziari rappresentativi di capitale esclusivamente a banche, SIM, imprese di investimento UE e imprese di paesi terzi diverse dalle banche, e gli ordini riguardanti azioni o quote degli OICR ai relativi gestori».

⁴⁰ I clienti non professionali devono essere adeguatamente valutati con riferimento alle loro conoscenze ed alla loro capacità di sostenere perdite. Ai sensi dell'art. 21 del Regolamento (UE) 2020/1503 «prima di dare ai potenziali investitori non sofisticati pieno accesso per investire nei progetti di *crowdfunding* sulla loro piattaforma di *crowdfunding*, i fornitori di servizi di *crowdfunding* valutano se i servizi di *crowdfunding* da loro offerti, e quali di essi, siano appropriati ai potenziali investitori non sofisticati».

⁴¹ Ai sensi del "vecchio" Regolamento Consob, ai fini del perfezionamento dell'offerta sul portale, era necessario che una quota almeno pari al 5% degli strumenti finanziari offerti fosse sottoscritta da investitori professionali o da fondazioni bancarie o da incubatori di *start up* innovative previsti all'art. 25, comma 5, d.l. 18 ottobre 2012, n. 179 o, ancora, da investitori a supporto delle piccole e medie imprese aventi un valore del portafoglio di strumenti finanziari, inclusi i depositi in contante, superiore a cinquecentomila euro ed in possesso dei requisiti di onorabilità previsti dall'art. 8, comma 1, Regolamento Consob. Ancora oggi, gli investitori a supporto delle piccole e medie imprese devono possedere – per essere considerati tali – almeno uno dei seguenti requisiti: a) aver effettuato, nell'ultimo biennio, almeno tre investimenti nel capitale sociale o a titolo di finanziamento soci in piccole e medie imprese ciascuno dei quali per un importo almeno pari a quindicimila euro; b) aver ricoperto, per almeno dodici mesi, la carica di amministratore esecutivo in piccole e medie imprese diverse dalla società offerente. Si rileva, al riguardo, come ai fini dell'accertamento della qualità di investitore a supporto delle piccole e medie imprese, il soggetto interessato sia tenuto a presentare al gestore una serie di documenti: a) una o più dichiarazioni rilasciate da banche o imprese di investimento da cui risulta che il valore del portafoglio di strumenti finanziari, inclusi i depositi in contante, è superiore a cinquecento mila euro; b) le certificazioni attestanti l'insussistenza di una delle situazioni di cui all'art. 8, comma 1 ovvero la dichiarazione sostitutiva di atto notorio/certificazione resa ai sensi degli artt. 46 e 47 del d.P.R. 28 dicembre 2000, n. 445; c) le visure camerali attestanti le cariche di amministratore di piccole e medie imprese e le relative deleghe; d) per ciascuna operazione, la certificazione della piccola e media impresa che attesti gli investimenti effettuati nell'ultimo biennio.

⁴² Fra i tanti interventi sul tema v. BOLLETTINARI-FREGONARA, *Il crowdfunding*, in *Start up e PMI innovative*, diretto da Cagnasso e Mambriani, Bologna, 2020, 861 ss.; CAPELLI, *Brevissime considerazioni sull'equity based crowdfunding*, in *Riv. dir. banc.*, 2014, 1 ss.; VITALI, *Equity crowdfunding: la nuova frontiera della raccolta del capitale*

non evidenziarsi come l'approccio dell'investitore tramite le piattaforme di *crowdfunding* sia diverso da quello che impegna risorse finanziarie negli altri mercati.

Credo che l'investitore in una s.r.l. aperta (e, seguendo il *file rouge* dell'elaborato, in una società emittente in un mercato di crescita per le PMI) si caratterizzi per avere solo taluni tratti in comune con quello che invece investe in una società che accede all'*equity crowdfunding*: d'altronde, se da un lato è vero che la società si rivolge, in modo analogo, "alla folla" (e quindi a un pubblico almeno in parte indifferenziato, solitamente non interessato alla *governance* societaria)⁴³, è altrettanto vero che, nei due diversi casi, cambiano le prospettive dell'emittente.

La quotazione in un mercato di crescita per le PMI appare come operazione non semplice e costosa, che si caratterizza per avere molti aspetti condivisi con l'operazione di quotazione in un mercato regolamentato (peraltro favorito, in termini di passaggio ad esso, proprio dal Regolamento emittenti EGM)⁴⁴; il mercato di crescita per le PMI può tuttavia consentire alla società quotata di crescere e "scalare" rapidamente, quantomeno laddove il *business plan* presentato al momento dell'ammissione sia rispettato nel tempo⁴⁵.

Detta opzione, invece, appare decisamente meno frequente in ipotesi di *crowdfunding*, dove i *round* di raccolta si caratterizzano per avere durata limitata nel tempo e, soprattutto, per incrociare scarsa liquidità.

Come *infra* si specificherà, anche le nuove disposizioni previste dalla legge dei capitali e dal d.d.l. sulla concorrenza parrebbero in parte corroborare tale visione, in base alla quale

di rischio, in *Riv. soc.*, 2014, 371 ss.; FERRARINI, *I costi dell'informazione societaria per le P.M.I.: mercati alternativi, crowdfunding e mercati privati*, in *Società, banche e crisi d'impresa*. Liber amicorum Pietro Abbadessa, III, diretto da Campobasso, Cariello, Di Cataldo, Guerrera-Sciarrone Alibrandi, Torino, 2014, 2077 ss.; GUACCERO, *La start up innovativa in forma di società a responsabilità limitata: raccolta del capitale di rischio ed equity crowdfunding*, in AA.VV., *Impresa e mercato. Studi dedicati a Mario Libertini*, I, Milano, 245 ss.; FREGONARA, *L'equity based crowdfunding: un nuovo modello di finanziamento per le "start up" innovative*, in *Giur. it.*, 2016, 2292 ss.; ACCETTELLA-CIOCCA, *Emittente e portale nelle equity-based crowdfunding*, in *Giur. comm.*, 2017, 2, 237 ss.; DE LUCA-FURNARI-GENTILE, voce *Equity crowdfunding*, in *Dig. disc. priv., sez. comm.*, agg. 8, Torino, 2017, 159 ss.; GIANNELLI-MATINO, *Offerte al pubblico di prodotti finanziari*, in *Diritto degli intermediari e dei mercati finanziari*, a cura di Sfameni-Giannelli, III ed., Milano, 2018, 339 ss.; DE FILIPPIS, S.r.l. PMI "aperta" (quote finanziarie, raccolta di capitali, crowdfunding), in *Trattato delle società* diretto da V. Donatovi, III, Milano, 2022, 880 ss.; CORSO-LAUDONIO, *La s.r.l. aperta al mercato tra crowdfunding e sperimentazione di nuovi ambienti digitali*, in *Rivista Orizzonti di Diritto Commerciale*, 2024, 119 ss.; BUSI, *Le modifiche statutarie per la gestione del crowdfunding nelle s.r.l. PMI*, in *Riv. dir. prat. gestione imprese*, 2018, 2, 1 ss.; LAUDONIO, *Equity-based crowdfunding: la protezione degli investitori nel prisma delle legislazioni europee e latino-americane*, in *Riv. soc.*, 2019, 1293 ss. Se vuoi, v. anche POLICARO, *Dalle s.r.l. emittenti sui portali online di equity crowdfunding alle s.r.l. aperte. «Senza deviazioni dalla norma, il progresso non è possibile?»*, in *La società a responsabilità limitata: un modello transpico alla prova del Codice della crisi. Studi in onore di Oreste Cagnasso*, a cura di Irrera, Torino, 2020, 100 ss.

⁴³ Sul tema v. GINEVRA, *Le società di capitali «aperte», tra codice civile e t.u.f.*, in *Governance e mercati. Studi in onore di Paolo Montalenti*, cit., 472 ss.

⁴⁴ Ad esempio, con riferimento a detto aspetto l'art. 41 del Regolamento emittenti EGM dispone che «Borsa Italiana potrà concordare che l'assenso degli azionisti non è necessario nel caso in cui è o sarà presente una piattaforma di negoziazione comparabile, quale quella di un mercato regolamentato europeo o un sistema multilaterale di negoziazione registrato come Mercato di crescita delle PMI ai sensi dell'articolo 33 della direttiva 2014/65 MIFID che abbia previsto tutele equivalenti per gli investitori, per consentire agli azionisti di negoziare gli strumenti finanziari Euronext Growth Milan in futuro».

⁴⁵ E, conseguentemente, apprezzato dal mercato con quotazioni positive nel listino.

risulterebbe (almeno in parte) modificato il ruolo del *crowdfunding*, ponendolo per certi versi in funzione ancillare rispetto all'operazione di quotazione della s.r.l. in un mercato non regolamentato.

5. S.r.l. e mercato dei capitali: quali scenari possibili?

Alla luce di quanto evidenziato nelle pagine precedenti, appare chiaro come – quantomeno nel recente passato – gli interventi normativi sulla possibilità per le s.r.l. di offrire al pubblico le proprie quote di partecipazione si caratterizzassero (e si caratterizzano, invero, tutt'ora) per presentare non pochi problemi di carattere sistematico, per quanto – anche questo va sottolineato – in grado di modificare in modo determinate l'impalcatura giuridica delle s.r.l. Con riferimento a tale ultimo tema, degna di nota è la volontà del legislatore di imprimere una chiara retromarcia sulle caratteristiche di questo tipo societario, dapprima introducendo talune deroghe in termini di offerta pubblica delle quote delle piccole e medie imprese costituite in forma di s.r.l., per poi estenderle a tutte le s.r.l.

In detta prospettiva assume peraltro particolare interesse l'analisi delle specificità della s.r.l. aperta, intendendo per essa quelle che, alternativamente, a) abbiano in concreto operato un'offerta al pubblico e, dunque, una sollecitazione all'investimento nelle diverse forme e secondo le diverse modalità – tramite portali *online* di *crowdfunding* o direttamente sul mercato – previste dall'ordinamento oppure b) abbiano statutariamente configurato le quote di partecipazione sociale, avvalendosi delle deroghe consentite dall'art. 26 del d.l. 18 ottobre 2012, n. 179, senza tuttavia che la sollecitazione abbia (ancora) avuto luogo.

Ora, se è vero che la “quotazione” delle s.r.l. non è allo stato manifestata espressamente nei regolamenti di mercato, tuttavia non sembra vi siano limitazioni acché le quote emesse “serialmente” siano considerate quali strumenti finanziari; anzi, le stesse sarebbero addirittura classificabili – come già si è puntualizzato – quali valori mobiliari ai sensi dell'art. 1, comma 1-*bis*, T.U.F.⁴⁶.

Ne consegue, in modo più esplicito, che anche le s.r.l. possono essere annoverate tra gli emittenti di strumenti finanziari che possono avere accesso ai mercati di crescita per le PMI di cui all'art. 61, comma 1, lett. g), T.U.F. (sempre che il regolamento e i criteri autodefiniti dal gestore lo consentano)⁴⁷. D'altronde, la distinzione tra società chiusa e società aperta è

⁴⁶ Così CIAN, *Dalla s.r.l. a base personalistica alle quote “finanziarie” e alla destinazione ai mercati: tante s.r.l.?*, in *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico*, cit., 34 ss.; ID., *Le sedi di negoziazione diverse dai mercati regolamentati*, cit., 456. Sul tema v. anche BENAZZO, *Categorie di quote, diritti di voto e governance: quale ruolo e quale spazio per la disciplina azionaria nella s.r.l.-PMI aperta*, cit., 1446 s. Si sottolinea, ancora una volta, come prima dell'approvazione del d.lgs. 10 marzo 2023, n. 30 l'esito di detti interventi comportava che il divieto stabilito dall'art. 2468, comma 1, c.c. sopravvivesse solo per le (non molte) società a responsabilità limitata che superavano i limiti dimensionali caratterizzanti la grande impresa.

⁴⁷ Cfr. CIAN, *Le sedi di negoziazione diverse dai mercati regolamentati*, cit., 450 ss. e 457; ID., *Dalla s.r.l. a base personalistica alle quote “finanziarie” e alla destinazione ai mercati: tante s.r.l.?*, in *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico*, cit., 28 ss. e 34 e ss. Sulla mancanza di riferimenti nel Regolamento EGM riguardo alla negoziabilità delle quote di s.r.l. PMI appaiono condivisibili le parole di chi ha evidenziato come «tale circostanza più che apparire come una precisa opzione del gestore del mercato, si giustifica probabilmente per avere

da individuarsi nell'assenza o nella presenza dell'appello al mercato dei capitali, anche se non regolamentati: al riguardo si concorda con chi si è espresso ricordando che «*il fattore comune a tutte le società "aperte" è la presenza del mercato, anzi dei mercati e non solo quelli ufficiali*»⁴⁸.

L'apertura ai mercati di crescita e non ai mercati regolamentati appare pertanto una soluzione equilibrata, in grado di consentire alle s.r.l. di non stravolgere la propria natura, nonché di rispettare, in ogni caso, i dettami di cui all'art. 2325-bis c.c. (come meglio si chiarirà *infra*). Tuttavia, la quotazione in un mercato di crescita è prevista solo per le PMI; accettando la possibilità che anche le s.r.l. possano accedere ad esse, appare evidente come le stesse non possano superare i limiti dimensionali previsti, appunto, per le PMI.

In definitiva, il passo in avanti previsto dall'art. 100-ter, comma 1, T.U.F., in base al quale tutte le s.r.l. possono offrire le proprie partecipazioni sul mercato, sconta una limitazione proprio nelle regole di emissione degli strumenti finanziari del singolo mercato (in questo caso, di crescita per le PMI): la s.r.l. può quindi offrire le sue partecipazioni attraverso le piattaforme di *crowdfunding* anche se essa è di grande dimensione, mentre potrà farlo sui mercati di crescita per le PMI solo laddove rispetti i limiti dimensionali previsti dal mercato in questione (nonché le altre disposizioni del regolamento del singolo mercato).

In ogni caso, le ricadute di tali scelte legislative comportano non poche riflessioni.

Gli effetti, anche solo a seguito di un parziale approfondimento, non possono prescindere – a parere di chi scrive – dall'analizzare il tema in questione *in primis* sul piano prettamente normativo, ancorando coerentemente ad esso le valutazioni e le argomentazioni proposte e sviluppate.

Le domande che ci si pone, quindi, sono rivolte a comprendere, quantomeno in termini generali, quali possano essere, ad esempio, i margini di autonomia statutaria per le nuove s.r.l. aperte, il ruolo del socio, le categorie di quote ammissibili e, ancora, quali assetti organizzativi e regole di *governance* debbono ritenersi imperativi per le stesse. Trattasi di temi certamente complessi che non possono essere oggetto di un compiuto e definitivo approfondimento nella presente analisi, sebbene su di essi si cercherà di proporre una serie di riflessioni.

La costruzione di statuti almeno parzialmente differenziati tra s.r.l. chiuse e s.r.l. aperte rappresenta uno degli snodi più delicati, con evidenti ricadute pratiche e sistemiche. È inoltre necessario distinguere tra società aperte/chiuse e società a struttura aperta/chiusa: queste ultime si caratterizzano, rispettivamente, per la libera trasferibilità o per l'intrasferibilità delle partecipazioni. La s.r.l. nasce, di regola, come società a struttura aperta, potendo lo statuto introdurre limiti alla circolazione delle quote (con conseguente

quest'ultimo avuto in mente, al momento della redazione del Regolamento, il modello azionario». Così DENTAMARO, Azioni, quote di S.R.L. PMI e loro negoziabilità, cit., 860.

⁴⁸ Così COSSU, *Società aperte e interesse sociale*, Torino, 2006, 3.

diritto di recesso in caso di introduzione successiva di vincoli), mentre una società a struttura chiusa non potrà comunque qualificarsi come società aperta⁴⁹.

5.1. (Segue). La quota di s.r.l. intesa come valore mobiliare, la sua dematerializzazione e le conseguenze con riferimento all'art. 2325-bis c.c.

Alla luce delle considerazioni svolte, la tesi che qualifica la quota di s.r.l. "aperta" come valore mobiliare sembra difficilmente contestabile, tanto più in quanto si fonda anzitutto su una lettura letterale delle disposizioni richiamate⁵⁰.

Secondo l'impostazione qui accolta, la riconduzione della quota di s.r.l. "aperta" alla categoria dei valori mobiliari trova il proprio fondamento decisivo nella sua negoziabilità sui mercati dei capitali, così come presupposta dall'art. 1, comma 1-bis, TUF. Se è vero che la norma menziona espressamente «azioni di società e altri titoli equivalenti ad azioni di società», l'accesso della s.r.l. ai mercati e il ravvicinamento normativo tra azioni e quote rendono oggi poco coerente escludere le prime dall'ambito operativo della nozione di valore mobiliari⁵¹. Non può tuttavia non rimarcarsi come questa conclusione non sia condivisa unanimemente; in particolare, vi è chi ha evidenziato come le quote della s.r.l. non rientrino nel novero dei "valori mobiliari" di cui all'art. 1, comma 1-bis, T.U.F., e che, in ogni caso, l'art. 100-ter, commi 1 e 1-bis, T.U.F. non pone sullo stesso piano le quote, appunto, con le azioni⁵².

Ragionando sulle valutazioni di chi ritiene preclusa alle s.r.l. la possibilità di accedere ai mercati finanziari, ritengo sia importante sottolineare come la quotazione di un emittente in un mercato di crescita per le PMI (che, lo si ricorda, è un mercato non regolamentato)

⁴⁹Sul punto v. CAGNASSO, *La s.r.l. aperta*, in *Dig. disc. priv., sez. comm.*, agg. 9, Torino, 2022, 315 ss. Con riferimento alla s.r.l. a struttura chiusa e alle sue specificità riguardo al trasferimento delle partecipazioni v. GHIONNI CRIVELLI VISCONTI, *Società a responsabilità limitata a struttura chiusa e intrasferibilità delle quote*, Torino, 2011.

⁵⁰In tal senso v., fra molti, CUSA, *Le quote di S.r.l. possono essere valori mobiliari*, cit., 675 ss.; BENAZZO, *Categorie di quote, diritti di voto e governance della "nuovissima" s.r.l.*, in *Riv. dir. soc.*, 2019, 3, 632 ss.; CAGNASSO, *La "lunga marcia" di avvicinamento delle partecipazioni di S.r.l. alle azioni*, in *Giur. it.*, 2017, 2425 ss.; VELLA, *Le società aperte: oltre il TUF? Per una discussione*, in *AGE*, 2019, 431 ss.; SANTORO, *Tentativi di sviluppo di un mercato secondario delle quote di società a responsabilità limitata*, in *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della Crisi. Studi in onore di Oreste Cagnasso*, a cura di Irrera, Torino, 2020, 279 ss.; DENTAMARO, *Apertura della S.r.l. PMI tra divieto di rappresentazione delle quote ex art. 2468, comma 1, c.c. e tutela dell'investitore*, *ivi*, 158 ss.

⁵¹Ad ogni modo, la definizione presente nella norma citata è stata mutuata dalla direttiva MiFID II con riferimento alle *transferable securities* (art. 4, par. 1, n. 44) e quindi, credo, potrebbe non essere stato sufficientemente considerato il tema della negoziabilità nel mercato dei capitali delle partecipazioni di s.r.l. Sul punto v. anche BRIZZI, *La dematerializzazione delle quote di S.r.l. PMI*, cit., 789.

⁵²Così PEDERZINI-DE GOTTARDO, *Incentivi e ostacoli al finanziamento delle PMI s.r.l. sui mercati dei capitali*, in *Giur. comm.*, 2022, 2, 288 s. In senso critico anche GINEVRA, *Le società di capitali "aperte", tra codice civile e t.u.f.*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2022, 6, 889, secondo cui «la fattispecie cui fa riferimento l'art. 100-ter, comma 1°-bis, t.u.f., là dove confina strettamente "nei limiti previsti dal presente decreto" la possibilità di deroga (per mezzo di crowdfunding oppure "anche" in altro modo, se ritenuto lecito) al generale divieto codicistico di sollecitazione sulle quote (art. 2468 c.c.), pare riguardare infatti un'ipotesi di canalizzazione degli investimenti verso l'impresa che attinga a un pubblico degli investitori non per via di un loro effettivo reperimento sul mercato (e col problema di doversi confrontare con i relativi contraccolpi) ma attraverso il mero ricorso allo strumento tecnico dell'intermediazione finanziaria».

comunque non consente di considerare la stessa società aperta ai sensi dell'art. 2325-*bis* c.c.; piuttosto, ciò potrà accadere solo ove – ai sensi della seconda parte del primo comma dell'articolo citato – le partecipazioni siano diffuse fra il pubblico in misura rilevante⁵³.

Ora, la s.r.l. aperta – che nei fatti è presente nel nostro ordinamento con l'introduzione delle deroghe all'art. 2468, comma 1, c.c. – non sembrerebbe essere sussunta nella definizione richiamata dall'art. 2325-*bis* c.c., che peraltro è norma rivolta espressamente alle s.p.a.

Tuttavia, proprio una certa lettura del secondo comma della norma potrebbe consentire di considerare anche le s.r.l. quali società in grado di ricorrere al capitale di rischio ai sensi dell'art. 2325-*bis* c.c.; posto, infatti, che «*le norme di questo titolo si applicano alle società con azioni quotate in mercati regolamentati in quanto non sia diversamente disposto da altre norme di questo codice o di leggi speciali*», si potrebbe argomentare come le disposizioni speciali che superano il divieto di ricorrere al mercato dei capitali di rischio da parte delle s.r.l. siano, appunto, quelle di cui *supra* si è dato conto⁵⁴, considerando, in ogni caso, come l'applicazione della regola che prevede l'accesso ai mercati regolamentati da parte delle s.p.a. possa essere estesa, transtipicamente e come già avviene per molte altre norme nel nostro ordinamento⁵⁵, pure alle s.r.l.⁵⁶.

Eppure, il legislatore dovrebbe compiere uno sforzo al fine di meglio coordinare dette norme. Forse, andrebbe modificato proprio l'art. 2325-*bis* c.c., inserendo tra le società che possono essere considerate aperte (o meglio, che ricorrono al mercato del capitale di rischio) anche quelle che accedono ad un sistema di negoziazione diverso dal mercato regolamentato⁵⁷; in particolare, quindi, accanto alla società per azioni con azioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante e alle società per azioni ammesse alla negoziazione in un mercato regolamentato, potrebbe essere prevista anche la società (non solo per azioni) ammessa alla negoziazione in un sistema multilaterale di negoziazione⁵⁸.

⁵³ Come noto, alla luce di quanto già indicato nel Regolamento emittenti Consob adottato con delibera 14 maggio 1999, n. 11971 e ora nel nuovo art. 2325-*ter* c.c., sono da considerarsi società con partecipazioni diffuse tra il pubblico in maniera rilevante quelle con un numero di azionisti (diversi dai soci di controllo) superiore a 500, sempre che essi detengano complessivamente una percentuale di capitale sociale almeno pari al 5% e che la società non sia nelle condizioni per redigere il bilancio in forma abbreviata. Sono peraltro da considerarsi emittenti diffusi anche le società non quotate con più di 500 obbligazionisti, purché le obbligazioni abbiano un valore nominale complessivamente non inferiore a 5 milioni di euro. Si osserva come a seguito dell'entrata in vigore della legge 5 marzo 2024, n. 21, a far data dal 27 marzo 2024 sono venuti meno gli obblighi di comunicazione alla Consob da parte delle società con strumenti diffusi tra il pubblico in maniera rilevante. Per osservazioni sulla (scarsa) rilevanza delle società con dette caratteristiche v. MOSCO, *Le società con azioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante fra definizione, norme imperative e autonomia privata. Uno scalino sbeccato, da riparare in fretta*, in *Riv. soc.*, 2004, 4, 863 ss. Sulle modifiche apportate dalla legge capitali alla previgente disciplina v., invece, FORTUNATO, *La "legge capitali": the race to the bottom, ovvero ancora un passo indietro sulla tutela dei risparmiatori?*, in *Giur. comm.*, 2024, 3, 509 ss.

⁵⁴ Ovvero dall'art. 26, d.l. 18 ottobre 2012, n. 179 in poi.

⁵⁵ Si pensi, ad esempio alle regole sul finanziamento dei soci di cui all'art. 2467 c.c.

⁵⁶ A maggior ragione con riferimento alle società con partecipazioni – a questo punto, non “solo” azioni – diffuse ai sensi dell'art. 2325-*bis* c.c.

⁵⁷ Per meglio valutare detti aspetti si rinvia alle riflessioni e alle valutazioni espresse *infra*, cap. II, § 2.

⁵⁸ Il legislatore del 2003, introducendo nel nostro ordinamento l'art. 2325-*bis* c.c. ha voluto specificare l'esistenza di un tipo di società che fungesse da scalino intermedio tra le società chiuse e quelle quotate nei mercati regolamentati (e comunque rientranti nella nozione di società aperte); l'obiettivo era (ed è) quello di

Ad ogni modo, lo si ribadisce, la disposizione (di fatto descrittiva) prevista all'art. 2325-*bis* c.c. non è in grado di impedire alla s.r.l. di "quotarsi" in un mercato non regolamentato quale, appunto, un sistema multilaterale di negoziazione (o MTF, acronimo inglese di *Multilateral trading facilities*) e, in particolare, in un mercato di crescita per le PMI; e ciò, nonostante la stessa s.r.l. non possa considerarsi aperta ai sensi della sua disciplina⁵⁹.

In conseguenza di ciò – ossia osservando la s.r.l. alla luce del dettato dell'art. 2325-*bis* c.c. – la s.r.l. aperta potrebbe essere considerata "impropriamente" aperta: con tutta evidenza lo è riguardo alle sue caratteristiche funzionali e, in particolare, con riferimento a quanto indicato dall'art. 100-*ter* T.U.F., tuttavia non può essere considerata come tale in applicazione dell'art. 2325-*bis* c.c.⁶⁰.

Eppure, anche se si accettasse che essa non possa quotarsi in un mercato regolamentato (ad esempio seguendo la posizione di chi considera che la quota non rientri tra i valori mobiliari), in ogni caso l'accesso (consentito) della s.r.l. ad un MTF corroborerebbe il progressivo avvicinamento della s.r.l. ai tipi della s.p.a. (aperta).

Tanto puntualizzato, sul tema si osserva come la legge capitali di recente approvazione abbia introdotto nel codice civile il nuovo art. 2325-*ter* c.c., norma che considera tra gli emittenti azioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante (ai sensi dell'art. 2325-*bis* c.c.), tra l'altro, anche «*gli emittenti italiani non quotati in mercati regolamentati italiani, i quali abbiano azionisti, diversi dai soci che partecipano in misura superiore al 3 per cento del capitale, in numero*

consentire una crescita graduale delle società per azioni, rendendo per le stesse meno "impattante" la quotazione in un mercato regolamentato, in considerazione dell'applicazione di una normativa prossima a quella ad esse destinata dopo la quotazione. Sul tema, v. SCIUTO, *Commento all'art. 2325-bis*, in *Le società per azioni. Codice Civile e norme complementari*, T.I, diretto da Abbadessa e Portale, Milano, 2016, 135 ss.

⁵⁹ Invero, fermo restando l'impostazione proposta, la s.r.l. potrebbe pure accedere al mercato DLT, ovvero ad infrastrutture di mercato basate sulla tecnologia a registro distribuito. Per quanto non oggetto della presente trattazione, il Regolamento UE n. 2022/858 del Parlamento europeo e del Consiglio del 30 maggio 2022 [c.d. "Regolamento DLT", recepito in Italia nell'art. 1, comma 2, T.U.F., a seguito dell'approvazione del d.l. 17 marzo 2023, n. 25 (c.d. "decreto *fintech*")] – relativo a un regime pilota per le infrastrutture di mercato basate sulla tecnologia a registro distribuito, che modifica i Regolamenti (UE) n. 600/2014 e (UE) n. 909/2014 e la direttiva 2014/65/UE – definisce e disciplina (con applicazione dal marzo del 2023) le seguenti tre nuove infrastrutture di mercato: i) il sistema multilaterale di negoziazione DLT ("MTF DLT"), in cui verranno ammessi alla negoziazione esclusivamente strumenti finanziari DTL. In particolare, gli MTF DLT saranno soggetti ai requisiti applicabili ai sistemi multilaterali di negoziazione previsti dalla MiFID II e dal Regolamento (UE) n. 600/2014 ("MiFIR"); ii) il sistema di regolamento DLT ("SS DLT"), ossia il sistema che regolerà operazioni in strumenti finanziari DLT "contro pagamento o consegna", permettendo altresì la registrazione iniziale degli strumenti finanziari DLT, ovvero consentendo la prestazione di servizi di custodia in relazione a detti strumenti. In particolare, il depositario centrale di titoli ("CSD") che gestirà il SS DLT sarà soggetto ai requisiti applicabili ai depositari centrali di titoli che gestiscono un sistema di regolamento titoli ai sensi del Regolamento (UE) n. 909/2014 ("CSDR"); iii) il sistema di negoziazione e regolamento DLT ("TSS DLT"), ossia il sistema che gestirà sia le attività di negoziazione che di post-negoziazione degli strumenti finanziari DLT. Nel dettaglio, il TSS DLT potrà essere gestito, alternativamente, da un'impresa di investimento o da un gestore del mercato, ovvero da un depositario centrale di titoli. In entrambi i casi, detto sistema sarà soggetto sia ai requisiti applicabili ai sistemi multilaterali di negoziazione previsti dal MiFIR e dalla MiFID II, sia a quelli previsti per i depositari centrali di titoli di cui al CSDR. Così G. AMATO, *Regolamento DLT: il regime pilota UE sulle nuove infrastrutture di mercato*, luglio 2022, in *diritto bancario.it*. Per approfondimenti sul tema v., inoltre, FAVA, *La nuova forma di "incorporazione" digitale degli strumenti finanziari*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2024, 1, 118 ss.

⁶⁰ Quantomeno seguendo un'interpretazione (molto) restrittiva.

superiore a cinquecento che detengano complessivamente una percentuale di capitale sociale almeno pari al 5 per cento e superino due dei tre limiti indicati dall'articolo 2435 bis, primo comma»⁶¹.

In definitiva, se la società emittente (per quel che nello scritto rileva, in un mercato di crescita per le PMI come *Euronext Growth Milan*) ha più di 500 soci che detengono il 5% del capitale, allora è da considerarsi società aperta ai sensi dell'art. 2325-bis c.c. (con tutte le conseguenze del caso, anche in termini di applicazione delle regole del T.U.F.)⁶²; diversamente la società deve essere ritenuta "chiusa".

Riflettendo su tali aspetti, forse il legislatore avrebbe potuto essere maggiormente preciso; così, ad esempio, si sarebbe potuto escludere in modo compiuto dalla definizione di «*società emittenti strumenti finanziari diffusi*» di cui al nuovo art. 2325-ter c.c. non solo gli emittenti italiani quotati in mercati regolamentati stranieri, ma anche gli emittenti italiani con azioni (o, meglio, con partecipazioni) negoziate in sistemi multilaterali di negoziazione.

O ancora, al contrario e nonostante le evidenti ricadute in termini di applicazione delle regole previste dal T.U.F., si sarebbe potuto scegliere – certamente in modo più coraggioso e, a parere di chi scrive, in modo preferibile – di includere nella definizione di «*società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio*» (c.d. "società aperte") di cui all'art. 2325-bis c.c. oltre alle società con azioni quotate in mercati regolamentati o diffuse tra il pubblico in misura rilevante anche le altre società di capitali con, appunto, partecipazioni negoziate in sistemi multilaterali di negoziazione⁶³.

⁶¹ Ai sensi della medesima norma, non si considerano emittenti diffusi quegli emittenti le cui azioni sono soggette a limiti legali alla circolazione riguardanti anche l'esercizio dei diritti aventi contenuto patrimoniale, ovvero il cui oggetto sociale prevede esclusivamente lo svolgimento di attività non lucrative di utilità sociale o volte al godimento da parte dei soci di un bene o di un servizio. In aggiunta, non si considerano emittenti diffusi: 1) gli emittenti in amministrazione straordinaria dalla data di emanazione del decreto che dispone la cessazione dell'attività di impresa; 2) gli emittenti in concordato preventivo liquidatorio o in continuità indiretta dalla data di omologazione da parte dell'autorità giudiziaria; 3) gli emittenti nei cui confronti è dichiarata la liquidazione giudiziale o posti in liquidazione coatta amministrativa a norma del codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza, di cui al d.lgs. 12 gennaio 2019, n. 14, o delle leggi speciali; 4) gli emittenti nei cui confronti è stata disposta la totale riduzione delle azioni o del valore delle obbligazioni dalla data di pubblicazione del provvedimento di cui all'art. 32, comma 3, del decreto legislativo 16 novembre 2015, n. 180. Si osserva, peraltro, come la nuova versione dell'art. 2325-ter c.c. ricalchi (quasi) fedelmente quella contenuta nel Regolamento emittenti, sebbene con una differenza: mentre là si legge di «*azionisti diversi dai soci di controllo*», nel nuovo art. 2325-ter c.c. si introduce una soglia ben precisa, richiamando gli «*azionisti diversi dai soci che partecipano in misura superiore al 3 per cento del capitale*». Così SIRI, *La nuova disciplina sugli emittenti di strumenti finanziari diffusi fra il pubblico in misura rilevante*, in *Società*, 2024, 7, 806.

⁶² Rimanendo solo sulle disposizioni previste dal Codice civile si evidenzia come alle società "aperte" si applichino, tra l'altro, regole il cui precipuo obiettivo è quello di perseguire una maggiore trasparenza; si pensi, nello specifico, alla trasparenza dei patti parasociali o, ancora, alla (maggiore) tutela assegnata agli azionisti di minoranza. Ad esempio, con riferimento alla tutela dei soci di società "aperte", si sottolinea come questi ben potranno richiedere la convocazione dell'assemblea con *quorum* "ridotti" ai sensi dell'art. 2367 c.c. (è infatti sufficiente la richiesta da parte di tanti soci che rappresentino almeno il ventesimo del capitale sociale nelle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, contro il decimo del capitale sociale previsto per quelle "chiuse") o, ancora, impugnare le delibere *ex art.* 2377 c.c. (in questo caso è richiesto che i soci rappresentino solo l'uno per mille del capitale sociale, contro il cinque per cento disposto per le altre).

⁶³ Sull'argomento si rinvia alle considerazioni previste nella Circolare Assonime, Circolare 13 marzo 2024, n. 6. Sul tema v., inoltre, FIRPO, *Assonime – Circolare n. 6 del 13 marzo 2024 – legge 5 marzo 2024, n. 21: interventi a sostegno della competitività del mercato dei capitali*, in *Riv. not.*, 2024, 3, 551 ss.

Un intervento del genere avrebbe avuto il merito di chiarire una volta per tutte la posizione delle PMI che abbiano azioni (o, seguendo la tesi della ricerca, quote) negoziate nel mercato *Euronext Growth Milan*, PMI che, in definitiva, non sarebbero più potenzialmente assoggettate ad un doppio regime giuridico (società “aperta” vs. “chiusa”), variabile in relazione alla diffusione delle proprie partecipazioni.

Ovviamente, quanto previsto attualmente dall’ordinamento potrebbe generare una sorta di cortocircuito laddove l’emittente su EGM (o comunque in un mercato non regolamentato o, perché no, che utilizzi il *crowdfunding* per offrire al pubblico le proprie partecipazioni sociali e in ipotesi le stesse siano diffuse) sia una s.r.l.: l’art. 2325-ter c.c. è infatti rivolto alle sole società con azioni, e non a tutte le società di capitali⁶⁴.

Al riguardo, ritengo che il riferimento alle sole società per azioni previsto negli artt. 2325-bis e 2325-ter c.c. possa essere – da un certo punto di vista – “sviante” e, comunque, un aspetto su cui possano essere effettuate alcune riflessioni; posto, infatti, che anche una s.r.l. può essere considerata aperta (sebbene, come si è puntualizzato, in modo “diverso” da quanto disposto dall’art. 2325-bis c.c. e, in ogni caso, in considerazione delle regole speciali per essa stabilite), a ben vedere il legislatore potrebbe una volta per tutte dirimere ogni questione interpretativa prevedendo che l’art. 2325-bis c.c. trovi applicazione ad ogni società. Un siffatto intervento avrebbe, tra l’altro, anche il merito di poter contribuire a risolvere il problema relativo alla presenza di alcune lacune presenti nella disciplina delle s.r.l. aperte, venendosi ad applicare per esse le regole previste dal diritto dei mercati finanziari.

Tanto precisato – e in attesa di eventuali ulteriori valutazioni in merito da parte del legislatore (ad esempio in sede di riforma organica del T.U.F.) – non reputerei improprio applicare fin da ora, in via estensiva, gli artt. 2325-bis e 2325-ter c.c. anche alle s.r.l.

Infine, sia concessa un’ulteriore riflessione pure su quanto disposto dall’art. 3 della legge 5 marzo 2024, n. 21 con riferimento alla dematerializzazione delle quote di s.r.l., norma che sembrerebbe corroborare la tesi secondo cui le s.r.l. PMI aperte possano considerarsi “eligibili” alla quotazione, avvicinando la loro disciplina sul piano finanziario a quella delle società per azioni aperte⁶⁵. L’articolo citato introduce una “nuova” forma di

⁶⁴ Ovviamente, detti dubbi interpretativi non avrebbero luogo in presenza di una s.a.p.a., posto il preciso riferimento nella norma alle azioni.

⁶⁵ L’apertura al regime di dematerializzazione sembrerebbe infatti prevista, ai sensi del comma 2-bis dell’art. 3 della legge 5 marzo 2024, n. 21, solo alle «quote appartenenti alle categorie [di cui al precedente comma 2], aventi eguale valore e conferenti eguali diritti», ovvero esclusivamente alle s.r.l.-PMI, le uniche legittimate all’emissione di quote di categoria. Sul punto v. CIAN, *La dematerializzazione delle partecipazioni di società’ a responsabilità limitata (art. 3 l. 21/2024)*, Studio n. 42-2024/I del Consiglio Nazionale del Notariato, disponibile su www.notariato.it. Più in generale, sull’obbligo di gestione accentrata in ragione della dematerializzazione previsto per le s.p.a. quotate in mercati regolamentati dall’art. 83-bis T.U.F. CIAN, *Gestione accentrata di strumenti finanziari*, in *Le società per Azioni. Codice civile e norme complementari*, diretto da Abbadessa e Portale, T. II, Milano, 2016, 3715 ss.; LA MARCA, *Art. 4. Riforma della disciplina degli emittenti strumenti finanziari diffusi*, in *Commentario alla legge capitali*, diretto da Marchetti e Ventoruzzo, Pisa, 2024, 10 ss. Merita ricordare, altresì, come solo una quota di s.r.l. standardizzata può essere comparata funzionalmente con i prodotti esemplificati alla lett. a) dell’art. 4, par. 1, punto 44, MiFID II, corrispondente alla lett. a) dell’art. 1, comma 1-bis, T.U.F (ossia

documentazione delle partecipazioni di s.r.l.-PMI e, conseguentemente, una diversa modalità di circolazione delle stesse, il tutto in considerazione del fatto che la standardizzazione delle quote è il presupposto necessario per la loro dematerializzabilità⁶⁶. Tale operazione comporta peraltro un efficientamento degli assetti della s.r.l., consentendo la registrazione delle quote con distinti codici nei conti tenuti dal depositario centrale, anche in prospettiva dell'esercizio dei diritti ad esse connessi⁶⁷.

Sul punto, ritengo siano condivisibili (e oltremodo significative) le parole di chi ha argomentato che «*diviene a questo punto assai agevole concludere che il nostro diritto societario conosce la fattispecie della S.r.l. "per azioni", sia pure in senso compiuto limitatamente alle sole PMI*»⁶⁸. Aspetto che, tre l'altro, corroborerebbe quanto sopra richiamato, ovvero che l'art. 2325-bis c.c. dovrebbe comunque trovare applicazione anche per s.r.l.

Ad ogni modo, la circolazione delle partecipazioni di s.r.l.-PMI si realizza tramite operazioni di giro, ai sensi dell'art. 83-*quater* T.U.F., di fatto sottraendole per detto aspetto all'area di operatività delle regole codicistiche e, soprattutto, aprendo per esse – proprio attraverso sistemi di gestione accentrata dei titoli – la potenziale negoziabilità su sistemi multilaterali di negoziazione o, addirittura, in borsa⁶⁹. Che poi, a ben vedere, la dematerializzazione delle partecipazioni (e l'immissione nel sistema di gestione accentrata della Monte Titoli) era l'unico elemento mancante affinché la s.r.l. PMI potesse negoziare le sue quote su un sistema multilaterale⁷⁰.

Mi chiedo tuttavia perché le modifiche previste dalla legge capitali con riferimento alla dematerializzazione delle quote non abbia riguardato tutte le s.r.l., a prescindere dalla loro

gli altri titoli equivalenti ad azioni di società, rientranti tra i valori mobiliari). Così CUSA, *Le quote di S.r.l. possono essere valori mobiliari*, cit., 680, in particolare alla nota 16.

⁶⁶ Ovvero, in aggiunta alla tradizionale circolazione per atto notarile ex art. 2470 c.c. o per atto digitale veicolato da un professionista abilitato ai sensi dell'art. 36, d.l. n. 112/2008. Si sottolinea, tra l'altro, come proprio la standardizzazione dei valori mobiliari risulti funzionale alla loro negoziabilità nel mercato dei capitali. Sul punto cfr. HACKER-THOMALE, *Crypto-Securities Regulation: ICOs, Token Sales and Cryptocurrencies under EU Financial Law*, in *European Company and Financial Law Review*, 2018, 4, 667. In tema v. anche CORSO-LAUDONIO, *La s.r.l. aperta al mercato tra crowdfunding e sperimentazione di nuovi ambienti digitali*, cit., 119 ss.; SPOLAORE, *Struttura finanziaria delle s.r.l. e raccolta di capitali online*, in *Società*, 2024, 303 ss.; REVIGLIONE, *Sottoscrizione e trasferimento delle quote di s.r.l. tra dematerializzazione e tokenizzazione*, in *Diritto commerciale digitale*, 2024, 1 ss.

⁶⁷ Tra l'altro, la dematerializzazione «*permette all'investitore una più agevole fruizione dei benefici fiscali correlati all'inserimento delle quote sottoscritte tramite offerta al pubblico tra gli strumenti finanziari oggetto di un piano di risparmio a lungo termine alla luce dei chiarimenti dell'agenzia delle entrate*». Cfr. BRIZZI, *La dematerializzazione delle quote di S.r.l. PMI*, in *Società*, 2024, 7, 798. Trattasi dei piani individuali a lungo termine di cui all'art. 1, commi da 100 a 114, della legge 11 dicembre 2016, n. 232 e degli investimenti in strumenti finanziari partecipativi previsti all'art. 29, d.l. 18 ottobre 2012, n. 179 e all'art. 11, comma 1, lett. a), legge 27 luglio 2000, n. 212.

⁶⁸ Così BRIZZI, *La dematerializzazione delle quote di S.r.l. PMI*, cit., 800.

⁶⁹ Così GIUDICI, *Presentazione al fascicolo sulla legge capitali*, in *Società*, 2024, 7, 782.

⁷⁰ D'altro canto, sul punto già si sono espresse sia la Consob (cfr. Comunicazione n. DAL/97007063 del 13 agosto 1997), sia i giudici di legittimità (cfr. Cass., 18 marzo 2019, n. 7575), ricordando come possono essere oggetto di offerta al pubblico solo i prodotti finanziari con un contenuto standardizzato ed idoneo ad impedire contrattazioni individuali e personalizzate. Tra l'altro, è proprio la standardizzazione dei diritti che esse attribuiscono ad agevolare l'eventuale scambio delle quote anche in un eventuale mercato secondario, agevolando l'individuazione del loro contenuto e la determinazione del loro valore. Cfr. CUSA, *Le quote di s.r.l. possono essere valori mobiliari*, cit., 677 ss.; GUIZZARDI, *La s.r.l. che si apre al mercato*, in *Europa e dir. priv.*, 2024, 1, 147 ss.

dimensione (e quindi non solo quelle PMI): potrebbe infatti assistersi al caso di una s.r.l. PMI che dovesse quotarsi in un mercato di crescita delle PMI e che tuttavia, una volta superato uno dei parametri di cui alla raccomandazione 2003/361 della Commissione UE, si troverebbe nella condizione di doversi necessariamente trasformare in s.p.a. (sempre che non si intenda uscire dal listino).

Addirittura, la situazione enunciata potrebbe determinare una sorta di deterrente alla crescita, in contraddizione con la *ratio* degli interventi su cui si ragiona; d'altro canto, allo stato non è previsto che la s.r.l. (non più) PMI possa ricorrere alla standardizzazione delle proprie partecipazioni sociali e, a seguito di detta operazione, alla gestione delle stesse in regime di dematerializzazione.

Invero, l'art. 31, comma 4, d.l. 18 ottobre 2012, n. 179 – in effetti riferito alle sole *start up* innovative costituite come in s.r.l. ma, reputo, applicabile pure alla s.r.l. PMI in via analogica – dispone che le clausole introdotte nello statuto societario ai sensi dell'art. 26 continuino ad essere efficaci solo limitatamente alle quote di partecipazione già sottoscritte ed agli strumenti finanziari già emessi qualora la *start up* innovativa perda uno dei requisiti previsti dall'art. 25⁷¹; superati i limiti dimensionali, pertanto, la s.r.l. (non più PMI) dovrà necessariamente trasformarsi in s.p.a., almeno in ipotesi intenda effettuare nuove operazioni di IPO⁷².

Forse, l'*impasse* potrebbe essere superata qualora si interpreti la nozione di PMI alla luce di una concezione "ampia" dell'art. 61, lett. h), T.U.F.⁷³, sebbene anche quest'approccio non appaia scevro da tentazioni argomentative.

5.2. (Segue). La possibilità di emettere quote prive del diritto di voto: quali limiti e quali spazi per l'autonomia statutaria nelle s.r.l. "aperte"?

La disciplina della s.r.l. "aperta" presenta non pochi profili problematici, anche con riguardo all'ampiezza – e ai limiti – degli spazi di autonomia statutaria che le sono riconosciuti.

⁷¹ Nello specifico, «per la *start-up* innovativa costituita in forma di società a responsabilità limitata, le clausole eventualmente inserite nell'atto costitutivo ai sensi dei commi 2, 3 e 7 dell'articolo 26, mantengono efficacia limitatamente alle quote di partecipazione già sottoscritte e agli strumenti finanziari partecipativi già emessi».

⁷² Sulle operazioni di *Initial Public Offerings* e sulla circostanza che esse risultano maggiormente consone a società di medio grandi-dimensioni v. BARBA NAVARETTI-CALZOLARI-OTTAVIANO-POZZOLO, *Capital Markets Union and Growth Prospects for Small and Medium-Sized Enterprises*, in *Capital Markets Union and Beyond*, Allen-Faia-Haliassos-Angenbucher (eds.), London, 2019, 132 ss.

⁷³ In base al quale, considerato il richiamo dell'intera lett. f) dell'art. 2, par. 1, Regolamento Prospetto (comprensiva anche del secondo alinea, che si riferisce alla nozione di PMI di cui all'art. 4, par. 1, punto 13, direttiva MiFID II, come integrato dall'art. 77, Regolamento delegato UE/2017/565) si potrebbero considerare non solo i limiti di cui alla raccomandazione 2003/361 della Commissione UE per identificare una PMI, ma anche quelli di cui al citato punto 13 (facendoli prevalere sugli altri), secondo cui è definita quale PMI «un'impresa che ha una capitalizzazione di borsa media inferiore a 200.000.000 euro sulla base delle quotazioni di fine anno dei tre precedenti anni civili». Sul punto v. BRIZZI, *La dematerializzazione delle quote di S.r.l. PMI*, cit., 803; MALBERTI, *La nozione di PMI costituita in forma di società a responsabilità limitata*, in *Rivista Orizzonti Diritto Commerciale*, 2021, 1195 ss.

Sul punto, si osserva come nell'ambito delle s.r.l. PMI aperte dapprima e, successivamente, delle s.r.l. aperte, il legislatore non abbia previsto – quantomeno formalmente – la possibilità di creare quote senza diritto di voto (cosa invece concessa per le *start up* innovative). Ciononostante, detta facoltà appare comunque assorbita dall'ammissibilità di categorie di quote fornite di diritti diversi: sembrerebbe infatti incongruo ritenere che la s.r.l. – in particolare quando aperta – non possa emettere quote senza diritto di voto, circostanza prevista per le s.p.a. (sia chiuse, sia aperte)⁷⁴.

A prescindere da tale aspetto, ciò che appare chiaro è che i diritti ed i poteri del quotista – privo del diritto di voto o comunque con limitazione dello stesso – appaiono limitati, facendo conseguentemente assurgere alla sua partecipazione una finalità di investimento⁷⁵. Anche per detta motivazione – e posto che le differenze con le regole previste per le s.p.a. appaiono sul punto quasi “impercettibili” – le partecipazioni prive del diritto di voto (o a voto non pieno) per le s.r.l. potrebbero avere una disciplina che si basi, *mutatis mutandis*, sulle norme previste in seno alle società per azioni quotate con riferimento alle azioni di risparmio: il legislatore forse potrebbe considerare detti aspetti problematici anche in sede di riforma organica del T.U.F.

Tanto puntualizzato, ritengo che il socio della s.r.l. con partecipazioni senza diritto di voto possa certamente disporre di taluni diritti⁷⁶, ma non potrà – ad esempio – accedere alle prerogative di informazione e di ispezione concessi ai soci non amministratori di s.r.l. assegnate dall'art. 2476, comma 2, c.c.⁷⁷, al diritto previsto dall'art. 2479, comma 1, c.c. o, ancora, agli strumenti previsti dal comma terzo del medesimo articolo (azione risarcitoria e revoca degli amministratori in caso di gravi irregolarità)⁷⁸. Non avrebbe infatti senso fornire

⁷⁴ Cfr. CAGNASSO, *Profili organizzativi e disciplina applicabile alle s.r.l. P.M.I.*, cit., 174, il quale ben specifica come «anche sotto il profilo letterale occorre tener conto del contenuto del comma non richiamato (che prevede la possibilità di creare quote senza diritto di voto per le start-up innovative) che espressamente rinvia a quello precedente: quindi, dal momento che quest'ultimo trova oggi applicazione per tutte le P.M.I. e che, come si è detto, il comma successivo si applica ai casi previsti in quello precedente, deve concludersi che l'omesso rinvio risulta irrilevante e che pertanto le P.M.I. possono emettere categorie di quote anche prive del diritto di voto o a voto non pieno, determinandone il contenuto con ampia autonomia».

⁷⁵ Cfr. SPERANZIN, *S.r.l. piccole-medie imprese*, cit., 339 ss.

⁷⁶ Tra questi si evidenziano: a) il diritto di consultare il libro delle decisioni dei soci, così come previsto per gli azionisti dall'art. 2422, comma 1, c.c.; b) la legittimazione, disposta per qualsiasi interessato (art. 2379 c.c. e art. 2479-ter c.c., rispettivamente per la s.p.a. e per la s.r.l.), a far valere la nullità delle deliberazioni delle decisioni dei soci; c) la legittimazione a promuovere l'azione risarcitoria diretta a far valere il danno cagionato dalla non conformità della deliberazione alla legge o allo statuto, in caso di decisione annullabile, come previsto per gli azionisti privi di voto dall'art. 2377, comma 3, c.c.; d) la legittimazione alla denuncia “semplice” all'organo sindacale disciplinata dal comma 1 dell'art. 2408 c.c., per cui ogni socio può denunciare i fatti che ritiene censurabili al collegio sindacale, il quale deve tener conto della denuncia nella relazione all'assemblea (regola che si ritiene applicabile a favore degli azionisti di risparmio).

⁷⁷ Il diritto di controllo spettante al socio non amministratore, di cui all'art. 2476, comma 2, c.c. presuppone un assetto societario della s.r.l. ristretto, nonché il coinvolgimento attivo del socio “imprenditore”. Trattasi di diritto che, evidentemente, è (stato) proposto dal legislatore in coerenza con il divieto di offerta al pubblico delle quote e quindi in considerazione, tra l'altro, di una certa vicinanza del socio non amministratore agli altri soci che gestiscono l'impresa. Cfr. CAGNASSO, *Limiti al diritto di controllo dei soci non amministratori di s.r.l.*, in *Giur. comm.*, 2018, II, 886 ss.

⁷⁸ Laddove invece sia presente il collegio sindacale sarà evidentemente possibile proporre denuncia ad esso con riferimento alle irregolarità riscontrate ai sensi dell'art. 2408 c.c.

diritti non necessari in presenza di un capitale di rischio a proprietà dispersa, anonima e non qualificata: trattasi, per l'appunto, di diritti che in mano ai soci "sbagliati" potrebbero compromettere o, addirittura, mettere a rischio il corretto funzionamento dell'assemblea e degli altri organi sociali⁷⁹.

Sempre in ordine ai diritti dei soci "investitori", si sottolinea come il legislatore nulla preveda con riferimento alla presenza di assemblee speciali a loro destinate quando siano previste deliberazioni dell'assemblea generale pregiudizievoli dei loro diritti⁸⁰. In questo caso, considerata la più snella organizzazione che caratterizza le s.r.l., non reputo che la regola prevista per le s.p.a. possa essere estesa per analogia alle stesse quando aperte, sebbene, nulla osta a che tali assemblee vengano istituite per via statutaria⁸¹. In mancanza di detto intervento, appare comunque ragionevole ritenere che le deliberazioni pregiudizievoli dei diritti dei soci con quote fornite di diritti diversi debbano ottenere il consenso di ciascun socio appartenente alla stessa⁸².

In definitiva, il legislatore non ha ritenuto opportuno né prevedere uno statuto autonomo per la s.r.l. aperta, né, tantomeno, indicare precisi richiami alla disciplina della s.p.a. per quanto riguarda taluni aspetti interpretativi; trattasi di motivazioni che evidentemente comportano una certa arduità nel considerare la stessa s.r.l. aperta come "autonoma" dalla s.r.l. di diritto comune⁸³.

Reputo, invece, che la s.r.l. aperta sia da ritenersi, più semplicemente, come una variante all'interno della s.r.l. Mi pare, d'altronde, che la sua apertura al mercato e la creazione di categorie particolari di quote non consentano di individuare un nuovo tipo societario, una sorta di ibrido a metà tra la s.r.l. (chiusa) e la s.p.a.⁸⁴. L'apertura al mercato è un evento di carattere operativo, peraltro modificabile (ad esempio, con il *delisting* in termini effettivi e con la modifica dello statuto della società in termini formali)⁸⁵, mentre la creazione di quote che consentono di attribuire diritti particolari (oggi anche standardizzate e dematerializzate, purché all'interno di categorie omogenee)⁸⁶ di per sé non consente di individuare un diverso tipo societario, a maggior ragione tra quelle nel novero delle società di capitali.

⁷⁹ In argomento cfr. POLLASTRO, *Il voto condizionato nelle società di capitali*, Milano, 2021, 229 ss.

⁸⁰ Diversamente da quanto previsto dagli artt. 2376, 2415 e 2417 c.c., nonché dagli artt. 146 e 147-bis T.U.F. Per approfondimenti sul tema cfr. CAGNASSO, *Il socio di s.r.l. privo del diritto di voto. Qualche riflessione in tema di proprietà e controllo nell'ambito delle società P.M.I.*, cit., 915 ss.; CORSO, *S.r.l.-PMI aperte al mercato: scelte statutarie e diritti dei soci investitori*, cit., 877 ss.

⁸¹ Cfr. BENAZZO, *Categorie di quote, diritti di voto e governance della "nuovissima" s.r.l.: quale ruolo e quale spazio per la disciplina azionaria nella s.r.l.-PMI aperta?*, cit., 1443 ss.

⁸² Cfr. CAPIZZI, *Operazioni straordinarie e tutela degli investitori tra rimedi compensativi e rimedi ostativi*, Torino, 2018, 105; SCIUTO, *Il ruolo dell'assemblea dei soci nel tipo s.p.a.*, in *Giur. comm.*, 2018, 2, 337 ss.

⁸³ Sul tema cfr. SANTOSUOSSO, *Introduzione alla riforma delle società a responsabilità limitata PMI e qualificazione tipologica della società a responsabilità limitata*, in *Riv. dir. soc.*, 2019, 3, 489 ss.

⁸⁴ Sul punto v. anche CIAN, *Dalla s.r.l. a base personalistica alle quote 'finanziarie' e alla destinazione ai mercati: tante s.r.l.?*, in *Studium iuris*, 2019, 1421 ss.

⁸⁵ L'apertura al mercato da parte della s.r.l. «è un fatto storico esattamente come un aumento di capitale, e esattamente come questo non è in grado di individuare un passaggio qualitativo ad un nuovo tipo societario». Così RINALDO, *La multiformità della s.r.l.*, in *Riv. soc.*, 2020, 1520.

⁸⁶ Al riguardo, si specifica che il concetto di "categoria" si caratterizza per due elementi: da un lato la c.d. "standardizzazione" delle partecipazioni (hanno tutte la medesima misura e attribuiscono i medesimi diritti

Altro elemento da considerarsi, *ad adiuvandum*, è che comunque il terzo non può agevolmente distinguere se una s.r.l. è aperta o chiusa, mancando l'obbligo di iscrizione per le prime in un'apposita sezione del Registro delle imprese (richiesta, ad esempio, per le *start up* e le PMI innovative).

D'altro canto, nessuno immaginerebbe di poter considerare una s.p.a. aperta come tipo societario altro rispetto alla s.p.a. chiusa; non vedo perché per le s.r.l. detta impostazione dovrebbe essere percepita in modo differente. Anzi, proprio in considerazione della propensione ad una certa flessibilità della s.r.l. dopo la Riforma del 2003 (in base alla quale nel suo statuto possono prevedersi estremi con riferimento alle regole in tema di *governance* o alle responsabilità dei soci, in una sorta di oscillazione che la può avvicinare maggiormente all'impostazione prevista per le società di persone o a quella prevista per la s.p.a.), avrebbe ancora meno senso immaginare che la s.r.l. aperta possa essere considerata come un tipo societario diverso dalla s.r.l. chiusa.

Ne consegue che il passaggio dalla società chiusa alla società aperta determini una modificazione del modello, ma non del tipo: l'introduzione di una clausola che preveda la possibilità di offrire al pubblico le partecipazioni rappresenta, pertanto, una semplice modificazione dell'atto costitutivo⁸⁷.

6. Euronext Growth Milan

Si è detto di come la quotazione di una PMI su un mercato non regolamentato o multilaterale costituisca un punto di snodo cruciale nella strategia finanziaria dell'impresa, operando su più livelli simultaneamente. Le imprese che possono accedere ad EGM sono, come ricordato, le PMI. Trattasi, così come definito dalla raccomandazione 2003/361 della Commissione UE (definizione poi ripresa all'art. 2, par. 1, del regolamento Prospetto), delle imprese che hanno meno di 250 dipendenti, un fatturato inferiore ai 50 milioni di euro o un totale di bilancio inferiore a 43 milioni di euro⁸⁸.

per ognuna quando all'interno), dall'altro la presenza di diritti diversi che connotano le partecipazioni se rientranti, invece, in differenti categorie; in pratica i diritti attribuiti dalla quota sono uguali con quelli delle altre quote all'interno della stessa categoria, mentre differiscono dai diritti delle altre quote di categorie non omogenee. In merito alla quota di categoria si evidenzia, altresì, che la circolazione della stessa non provoca l'estinzione dei diritti ad essa connessi, diritti che si trasferiscono senza necessità del consenso degli altri soci.

⁸⁷ Sul punto v. CAGNASSO, *La s.r.l. aperta*, cit., 315 ss.

⁸⁸ Considerato che il secondo alinea del regolamento prospetto, che si riferisce alla nozione di PMI di cui all'art. 4, par. 1, punto 13, direttiva MiFID II, come integrato dall'art. 77, Regolamento delegato (UE) 2017/565, per identificare una PMI si potrebbero considerare non solo i limiti di cui alla Raccomandazione 2003/361 della Commissione UE, ma anche quelli di cui al citato punto 13, secondo cui è definita quale PMI «un'impresa che ha una capitalizzazione di borsa media inferiore a 200.000.000 euro sulla base delle quotazioni di fine anno dei tre precedenti anni civili». Invero, anche l'eventuale adozione di quest'ultimo parametro ai fini della definizione delle PMI, non appare poter allargare il novero di dette società; infatti, una società *in bonis* con capitalizzazione di borsa così elevata difficilmente potrà avere un attivo inferiore a 43 milioni di euro.

Sul piano finanziario diretto, la quotazione offre all'impresa un canale di raccolta primaria di capitale di rischio attraverso l'offerta pubblica di azioni di nuova emissione (*Initial Public Offering* - IPO), consentendo così la realizzazione dell'aumento di capitale.

Tuttavia, l'effetto più significativo della quotazione opera indirettamente: la prospettiva concreta di una *exit* via quotazione incentiva infatti lo sviluppo di mercati di *private equity* e *venture capital*, creando un "circolo virtuoso" per cui i fondi di investimento in capitale di rischio trovano negli stadi precedenti la quotazione un canale di *exit* privilegiato e liquido, cosa che rende il loro modello di *business* sostenibile e attrattivo per gli investitori finali⁸⁹. Questa dinamica, a sua volta, favorisce l'afflusso di capitali di rischio verso le PMI proprio prima del loro accesso ai mercati pubblici, consentendo così un percorso graduale e strutturato di crescita dimensionale, di innovazione gestionale, di implementazione di governance professionale⁹⁰.

Invece, sul piano della *governance* aziendale, la quotazione produce effetti trasformativi significativi. L'esposizione continua al giudizio degli investitori, la necessità di spiegare periodicamente la strategia aziendale, la logica di creazione del valore nel medio-lungo termine offre al *management* una fonte di *feedback* costante e di *learning* continuo rispetto alla qualità e alla coerenza delle proprie strategie.

L'applicazione di norme più stringenti e sofisticate di trasparenza informativa, di controllo interno, di *risk management* spinge infine l'imprenditore ad adottare strutture organizzative più efficienti, modelli decisionali formali e tracciabili, sistemi di *internal auditing* e di *compliance* normativa proporzionati al profilo di rischio dell'impresa.

Questi processi comportano certamente costi organizzativi nel breve periodo, ma determinano altresì significativi benefici di lungo termine in termini di qualità della pianificazione strategica, di riduzione dell'incertezza decisionale, di prevenzione di errori e comportamenti fraudolenti, di trasparenza verso gli stakeholder. Inoltre, la quotazione conferisce visibilità e prestigio all'azienda nel panorama competitivo internazionale, facilitando l'attrazione di talenti manageriali di qualità, l'accesso a *partnership* strategiche con grandi imprese o con istituzioni di ricerca, la crescita per linee esterne attraverso fusioni e acquisizioni finanziate con titoli liquidi e di ampia accettazione presso venditori potenziali.

6.1. Euronext Growth Milan: architettura, requisiti e accessibilità

⁸⁹ Per una trattazione più ampia del tema cfr. GILOTTA, *Il disinvestimento tramite quotazione: opportunità e limiti*, in AGE, 2021, 362 ss.

⁹⁰ In argomento v. GILOTTA, *La quotazione delle piccole e medie imprese e il problema del costo della trasparenza*, in *Giur. comm.*, 2024, 6, 1326 ss.

Euronext Growth Milan (EGM) rappresenta quindi l'infrastruttura di mercato multilaterale di negoziazione più accessibile e strategica per le PMI italiane che intendono quotarsi⁹¹.

A differenza del mercato regolamentato *Euronext Milan* (ex MTA - Mercato Telematico Azionario) che applica regole stringenti e procedure rigorose di ammissione, con redazione obbligatoria di prospetto approvato formalmente dalla Consob, l'EGM è costruito secondo una logica di "proporzionalità normativa": i requisiti di ammissione, le procedure amministrative e gli obblighi informativi post-quotazione sono tarati espressamente sulle dimensioni e sulla complessità organizzativa delle PMI, con l'obiettivo di ridurre significativamente i costi di ingresso nel mercato pur mantenendo standard rigorosi di governance e di trasparenza⁹².

I principali requisiti sostanziali di ammissione a EGM includono: un flottante minimo del 10% del capitale sociale (con la presenza di almeno 5 investitori istituzionali qualificati o di un numero adeguato di investitori retail che garantiscano liquidità minima al mercato secondario), la presentazione di un bilancio certificato da un revisore legale iscritto nel registro MEF relativo all'ultimo esercizio chiuso (con la flessibilità che imprese neocostituite possono quotarsi anche senza bilancio certificato preventivo, requisito unico nel panorama

⁹¹ La Consob, su domanda del gestore di un sistema multilaterale di negoziazione, può registrare un sistema come mercato di crescita per le piccole e medie imprese se sono soddisfatti i requisiti di cui al comma 2 dell'art. 69 T.U.F.:

a) almeno il 50% degli emittenti i cui strumenti finanziari sono ammessi alla negoziazione sul sistema sono piccole e medie imprese, sia al momento della registrazione come mercato di crescita per le piccole e medie imprese sia successivamente, con riferimento a ciascun anno civile [art. 69, comma 2, lett. a), T.U.F];

b) sono stabiliti criteri appropriati per l'ammissione e la permanenza alla negoziazione degli strumenti finanziari sul sistema;

c) al momento dell'ammissione alla negoziazione di uno strumento finanziario sul mercato sono state pubblicate informazioni sufficienti per permettere agli investitori di effettuare una scelta consapevole in merito all'investimento. Tali informazioni possono consistere in un appropriato documento di ammissione o in un prospetto se i requisiti di cui al Regolamento 2017/1129/UE sono applicabili con riguardo a un'offerta pubblica presentata insieme all'ammissione alla negoziazione dello strumento finanziario sul sistema multilaterale di negoziazione;

d) sul mercato esiste un'adeguata informativa finanziaria periodica, messa a disposizione dall'emittente o da altri per suo conto, che comprenda quantomeno la relazione finanziaria annuale sottoposta a revisione;

e) gli emittenti, le persone che esercitano responsabilità di direzione e le persone ad esse strettamente legate, come individuati rispettivamente dai punti 21, 25 e 26 dell'art. 3, par. 1, del Regolamento (UE) n. 596/2014, rispettano i requisiti loro applicabili dettati dal citato regolamento (c.d. regolamento MAR);

f) le informazioni regolamentate riguardanti gli emittenti sono conservate e divulgate pubblicamente;

g) esistono sistemi e controlli efficaci tesi a prevenire e individuare gli abusi di mercato secondo quanto prescritto dal Regolamento (UE) n. 596/2014.

Ciononostante, ai sensi del comma 3 della norma, il gestore di un mercato di crescita per le piccole e medie imprese può prevedere requisiti aggiuntivi a quelli previsti dal comma 2.

⁹² Sul diverso regime applicabile agli emittenti quotati su *Euronext Growth Milan*, sistema multilaterale di negoziazione registrato come "mercato di crescita per le PMI", v. BORSA ITALIANA, *Requisiti di accesso al mercato Euronext Growth Milan*, disponibile su <https://www.borsaitaliana.it/azioni/mercati/euronext-growth-milan/requisiti/come-accedere.htm>; REGOLAMENTO EMITTENTI - EURONEXT GROWTH MILAN (ultima versione disponibile su <https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/regolamenti/euronext-growth-milan/02-regolamentoemittenti-19052025.pdf>); ed ESMA, *MiFID II Review Report on SME Growth Markets*, 2020, spec. executive summary e parr. 1-3, su https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/final_report_on_sme_gms_-_mifid_ii.pdf. Cfr., inoltre, TRISCORNIA, *La compliance nelle società quotate all'Euronext Growth Milan* (già AIM Italia), in *Riv. dir. soc.*, 2019, 467 ss.

europeo), l'adozione di una *governance* minima comprendente almeno un amministratore indipendente in possesso dei requisiti di onorabilità, professionalità e indipendenza previsti dalle normative applicabili. In aggiunta, il procedimento di ammissione è gestito direttamente da Borsa Italiana (non dalla Consob come per i mercati regolamentati) in tempi rapidi (mediamente 10-15 giorni lavorativi da presentazione della domanda alla quotazione effettiva).

La figura del NOMAD (*Nominated Advisor - Euronext Growth Advisor*) assume un ruolo centrale e insostituibile nel processo di quotazione e di gestione ordinaria della società quotata. Il NOMAD è infatti una società specializzata (SIM, banca, SGR) autorizzata da Borsa Italiana secondo *standard* rigorosi di competenza tecnica, indipendenza e affidabilità professionale⁹³.

L'EGA accompagna infatti la PMI per almeno tre anni dalla quotazione, supportandola nella predisposizione della documentazione di ammissione, nella strutturazione dell'operazione di IPO, nell'organizzazione del *roadshow* verso investitori istituzionali, nella gestione delle relazioni continue con Borsa Italiana, nella verifica della coerenza del modello di *business* con gli standard attesi dal mercato e dagli investitori istituzionali, nel mantenimento dei requisiti di *governance* e di trasparenza. Questo supporto qualificato riduce significativamente i rischi di errori procedurali, di non conformità alle norme, di conflitti con gli investitori e con l'autorità di regolazione del mercato.

Deve peraltro fin da subito evidenziarsi come la Legge 5 marzo 2024, n. 21 (c.d. Legge Capitali, di cui meglio si dirà *infra*) ha rappresentato una svolta normativa epocale per il percorso di apertura delle PMI italiane ai mercati finanziari. In particolare, l'art. 3 della Legge Capitali modifica l'art. 26 del d.l. 179/2012 consentendo alle s.r.l. qualificate come PMI ai sensi della normativa europea di dematerializzare le quote mediante apposita clausola statutaria, secondo le disposizioni dell'art. 83-*bis* e seguenti del TUF.

La dematerializzazione rappresenta infatti un salto qualitativo di straordinaria importanza perché introduce nella s.r.l. italiana un regime di circolazione delle quote radicalmente diverso e molto più fluido rispetto al modello tradizionale: le quote dematerializzate devono presentare eguale valore nominale (o, in assenza di valore nominale, eguale quota percentuale del capitale) e uguali diritti patrimoniali e amministrativi, divenendo così "standardizzate" secondo la terminologia regolamentare.

Tale standardizzazione è condizione necessaria per consentire la negoziazione efficiente su piattaforme multilaterali, l'accesso di investitori istituzionali (fondi pensione, OICR, SGR) e *retail*, la formazione continua e trasparente di prezzi di mercato, la riduzione drastica dei costi notarili e amministrativi per il trasferimento di partecipazioni (dalle tempistiche di settimane con atto pubblico alle operazioni istantanee di mercato). La dematerializzazione

⁹³ Borsa Italiana pubblica il "Registro *Euronext Growth Advisor*" con l'elenco aggiornato delle società abilitate (es. Alantra Capital Markets - succursale italiana, Banca Akros, Banca Finnat Euramerica, BPER Banca, CFO SIM, Equita, Integrae SIM, Intermonte SIM, ecc.). L'elenco aggiornato degli EGA è pubblicato infatti sul sito di Borsa Italiana alla pagina <https://www.borsaitaliana.it/azioni/mercati/euronext-growth-milan/processo-di-quotazione/registroeuronextgrowthadvisor.pdf>

consente inoltre l'alienazione delle quote senza necessità di atto notarile e permette l'implementazione di strumenti innovativi di incentivazione del personale (*share option, phantom shares, stock appreciation rights*) e di gestione della partecipazione di investitori istituzionali (categorie di quote con diritti speciali, *lock-up, earn-out*, diritti di *exit* prioritari)⁹⁴. Con riferimento a questi ultimi temi si rinvia, in ogni caso, alle considerazioni proposte al par. 5.1. dello scritto.

6.2. I dati di EGM: quotazioni e capitalizzazione raccolta nel periodo 2020-2024

L'osservatorio statistico di Borsa Italiana testimonia che *Euronext Growth Milan* ha raccolto negli ultimi quattro anni (2020-2024) complessivamente capitali freschi superiori ai 15 miliardi di euro tramite 85 nuove quotazioni (IPO), distribuite equilibratamente tra i settori manifatturieri tradizionali (meccanica di precisione, tessile tecnico, alimentare di qualità), settori tecnologici ad alta intensità di innovazione (*software, cybersecurity, intelligenza artificiale, biotecnologie*), energie rinnovabili e efficienza energetica, *healthcare* e dispositivi medici, consumer goods e lusso. L'indice EGM ha mostrato nel periodo 2022-2024 una performance media annua del +3,2%, superiore agli indici settoriali europei per PMI nello stesso periodo (FTSE Italia Small Cap +1,8%, *Euronext Growth Paris* -0,5%), testimoniando una robustezza relativa della piazza finanziaria italiana nel segmento delle PMI⁹⁵.

La capitalizzazione media delle società quotate su EGM al momento della quotazione si attesta intorno ai 25-50 milioni di euro, con una concentrazione significativa nella fascia 30-45 milioni di euro. Le società quotate su EGM hanno generato nel 2023 complessivamente un reddito netto aggregato pari a circa 1,2 miliardi di euro, con margini operativi medi (*EBIT margin*) del 12-14%, superiori ai margini medi del tessuto di PMI non quotate (6-8%),

⁹⁴ Sul nuovo regime di dematerializzazione delle partecipazioni di s.r.l.-PMI – che consente il trasferimento delle quote in forma scritturale, senza atto notarile, mediante mera registrazione presso l'intermediario abilitato – v. v. CIAN, *La dematerializzazione delle partecipazioni di società a responsabilità limitata* (art. 3 l. 21/2024), Studio n. 42-2024/I del Consiglio Nazionale del Notariato, disponibile su www.notariato.it. Sull'obbligo di gestione accentrata in ragione della dematerializzazione previsto per le s.p.a. quotate in mercati regolamentati dall'art. 83-bis T.U.F. CIAN, *Gestione accentrata di strumenti finanziari*, in *Le società per Azioni. Codice civile e norme complementari*, diretto da Abbadessa e Portale, T. II, Milano, 2016, 3715 ss.; LA MARCA, *Art. 4. Riforma della disciplina degli emittenti strumenti finanziari diffusi*, in *Commentario alla legge capitali*, diretto da Marchetti e Ventoruzzo, Pisa, 2024, 10 ss. Quanto agli strumenti di incentivazione del personale e agli assetti partecipativi "su misura" per investitori istituzionali (*stock option, work for equity*, strumenti finanziari partecipativi, categorie di quote con diritti particolari, clausole di *lock-up, earn-out*, diritti di *exit*) CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, *Massime nn. 171 e 214*, Commissione Società del Consiglio notarile di Milano, reperibili in www.consiglionotarilemilano.it025.

⁹⁵ Per i dati di contesto su numero di società quotate, composizione settoriale e raccolta complessiva di capitale sul mercato EGM, v. IR TOP CONSULTING, *Osservatorio ECM Euronext Growth Milan*, reperibili su www.osservatorio-ecm.com; BORSA ITALIANA, *Statistiche Euronext Growth Milan – Analisi mensili e Quotazioni Euronext Growth Milan*, disponibili su <https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/statistiche/mercati/euronext-growth-milan/analisi-mensili.htm>.

suggerendo che la quotazione attrae effettivamente imprese con profili di *business* più robusti e orientate alla crescita sostenibile.

Il numero di società quotate su EGM è progressivamente cresciuto da 180 circa nel 2015 a circa 210 nel 2024, con un tasso di *delisting* volontari mediamente del 3-4% annuo negli ultimi tre anni, una percentuale che rimane preoccupante e suggerisce significative criticità nella sostenibilità ordinaria della permanenza in quotazione per le PMI più piccole⁹⁶.

Le società italiane che hanno realizzato percorsi di quotazione su EGM particolarmente virtuosi, mantenendo la permanenza in quotazione per 5-10 anni e realizzando crescita significativa di fatturato e di redditività, presentano tuttavia alcuni tratti comuni: adozione consapevole di *governance* evoluta con amministratori indipendenti e comitati specializzati, investimento sistematico in innovazione tecnologica e in R&D, accesso a mercati internazionali mediante *partnership* strategiche e accordi di distribuzione, implementazione di politiche ESG credibili e verificate da enti di certificazione terzi⁹⁷. Insomma, appare chiaro come *Euronext Growth Milan* possa rappresentare – quantomeno in taluni casi per le imprese che presentano tali caratteristiche “virtuose” – non solo un canale di raccolta di capitale di rischio, ma una vera e propria infrastruttura di lungo periodo a supporto di percorsi di crescita dimensionale, innovazione e apertura al mercato dei capitali.

6.3. Dalla società chiusa alla società aperta: trasformazione dei modelli di governo

La transizione di una PMI da società chiusa a gestione familiare a società aperta ai mercati finanziari comporta trasformazioni profonde e talvolta traumatiche nei modelli di *governance*, nei sistemi decisionali, nei rapporti tra i soci di controllo e gli investitori di minoranza.

La società tradizionalmente chiusa è caratterizzata da concentrazione assoluta della proprietà (spesso in capo a una singola famiglia o a un numero contenuto di soci fondatori), da gestione diretta da parte del socio di maggioranza che ricopre il ruolo di amministratore unico con poteri illimitati, da processi decisionali informali e poco strutturati, da comunicazione interna ridotta al minimo, da assenza di segregazione tra compiti strategici

⁹⁶ In argomento cfr. IL SOLE 24 ORE, *In Europa sempre meno quotate: cresce il peso del capitale privato*, 3 settembre 2025, 27 (ove sono presenti alcuni dati provenienti dal *report Rome Business School sui delisting* europei nonché sui numeri di IPO/delisting a Piazza Affari nel periodo 2018-2025).

⁹⁷ Le caratteristiche qui richiamate (*governance* evoluta, investimento in R&D, apertura internazionale, politiche ESG strutturate, comunicazione finanziaria efficace) emergono in modo ricorrente nelle analisi dedicate alle “storie di successo” su *Euronext Growth Milan*. Esempi significativi provengono, da un lato, da società attive in settori *high-tech* (*cybersecurity*, robotica industriale, biotecnologia), che hanno utilizzato la quotazione su EGM come piattaforma per attrarre capitale di rischio – anche internazionale – nei *round* successivi, nonché per introdurre modelli organizzativi ispirati alle società tecnologiche internazionali e per finanziare piani di espansione estera e acquisizioni di tecnologie complementari; dall’altro, da imprese del lusso e del *design* che hanno sfruttato la quotazione per aumentare la propria visibilità presso *luxury retailers* internazionali e fondi specializzati nel “*soft luxury*” e nell’artigianalità di alta gamma, ottenendo in alcuni casi premi di valutazione rilevanti. Cfr. ASSONEXT – ASSONIME, *Linee guida per il reporting di sostenibilità delle società quotate su Euronext Growth Milan*, Note e Studi 1/2024, che individuano nella *governance* ESG, nei sistemi di controllo e nella qualità della *disclosure* i principali *driver* di interesse degli investitori istituzionali sul mercato EGM.

(spettanza del consiglio di amministrazione) e compiti operativi (spettanza del management delegato). Questo modello, coerente con la piccola impresa artigianale o commerciale, ha garantito nel passato coesione interna, rapidità di adattamento ai mutamenti di mercato locale, tutela dell'identità imprenditoriale, ma non è compatibile con la presenza di investitori istituzionali o retail significativi che richiedono trasparenza, prevedibilità decisionale, segregazione dei poteri, accesso a informazioni qualificate.

La società aperta, per contro, è costruita su un modello completamente diverso: concentrazione proprietaria moderata e diffusione controllata dell'azionariato, separazione netta tra funzioni di indirizzo strategico (consiglio di amministrazione) e funzioni di management operativo (amministratori delegati e dirigenti con responsabilità strategiche), comitati specializzati del consiglio di amministrazione (audit, remunerazione, nomine, sostenibilità), governance trasparente con processi decisionali formali, tracciabili e documentati, *policy* articolate di remunerazione del management correlate a obiettivi di performance di breve-medio-lungo periodo, sistemi di *internal auditing* e di risk management proporzionati alle dimensioni e alla complessità dell'impresa, meccanismi strutturati di protezione delle minoranze azionarie (voto di lista per l'elezione degli organi, requisiti di indipendenza per i consiglieri, diritti speciali per categorie di azionisti con quota determinata).

Molte PMI quotate su EGM stanno progressivamente adottando questa evoluzione organizzativa in modo consapevole: il 96% delle società quotate su EGM nomina almeno un amministratore indipendente, il 74% adotta il meccanismo del voto di lista, il 56% presenta almeno un amministratore donna nel consiglio di amministrazione, il 68% ha implementato un sistema di deleghe strutturate con limiti di spesa chiaramente definiti⁹⁸.

Questa trasformazione comporta costi organizzativi nel breve periodo (formazione degli amministratori, ristrutturazione della sede centrale, implementazione di sistemi informatici e di governance), ma produce benefici significativi nel medio-lungo termine in termini di qualità decisionale, di riduzione dei conflitti interni, di attrazione di talenti, di accesso a finanziamenti innovativi e di credibilità presso i partner strategici internazionali.

6.4. Il Costo della trasparenza e le criticità della disciplina vigente: gli obblighi di disclosure e la clausola aperta del MAR

La disciplina europea delle informazioni privilegiate, codificata nel Regolamento (UE) 596/2014 sugli abusi di mercato (MAR - *Market Abuse Regulation*), e estesa anche alle società quotate su sistemi multilaterali di negoziazione come l'*Euronext Growth Milan*, rappresenta uno dei principali fattori di costo e di incertezza applicativa per le PMI quotate. L'art. 17,

⁹⁸ Sul progressivo avvicinamento delle PMI quotate su *Euronext Growth Milan* a modelli di *best practice* in tema di *governance* (presenza di amministratori indipendenti, uso del voto di lista, crescente diversità dei consigli, maggiore formalizzazione delle deleghe gestorie), v. IR TOP CONSULTING, *Osservatorio PMI Euronext Growth Milan*, con i dati più recenti pubblicati sul portale www.osservatorio-ecm.com; ASSONEXT-ASSONIME, *Linee guida per il reporting di sostenibilità delle società quotate su Euronext Growth Milan*, Note e Studi 1/2024

par. 1, del MAR impone laconicamente che «l'emittente comunica al pubblico, quanto prima possibile, le informazioni privilegiate che [lo] riguardano direttamente». L'art. 7 dello stesso regolamento definisce informazione privilegiata come «l'informazione di carattere preciso, che non è stata resa pubblica, e che se resa pubblica potrebbe incidere in misura significativa sui prezzi di mercato». Tale indeterminatezza genera incertezza applicativa su due piani cruciali: il piano dell'oggetto dell'obbligo (quali informazioni qualificare come privilegiate) e il piano del *timing* (quando una data informazione acquisisce lo status di informazione privilegiata e quanto tempo rimane disponibile per la comunicazione).

L'incertezza induce le società ad adottare un atteggiamento conservativo, moltiplicando il numero delle comunicazioni al mercato, anticipandone i tempi, amplificando i rischi di comunicazioni incomplete o fuorvianti, accrescendo la necessità di ricorso a consulenti legali esterni specializzati.

Inoltre, la necessità di comunicare "quanto prima possibile" impone al *management* un attento e costante monitoraggio dell'attività della società finalizzato a verificare l'emergere di nuove informazioni qualificabili come privilegiate, processo che genera costi significativi per l'implementazione di strutture organizzative interne specializzate, per la formazione continua dello stesso *management*, per l'adozione di sistemi informatici di monitoraggio e di gestione delle informazioni⁹⁹.

Tanto specificato, le stime elaborate da società specializzate di consulenza finanziaria e legale (Deloitte, PwC, KPMG, EY) indicano che una PMI quotata su EGM sostiene costi diretti annuali di *compliance*, revisione contabile, *investor relations*, comunicazione finanziaria compresi tra 150.000 e 400.000 euro, costi che rappresentano una percentuale rilevante del valore aggiunto per le PMI di minor dimensione (con fatturati inferiori a 50 milioni di euro, tipico della fascia bassa di PMI quotate su EGM)¹⁰⁰.

Ancora più significativi sono i costi indiretti. La disciplina europea della *disclosure* continua genera una tensione strutturale con l'interesse legittimo dell'impresa alla riservatezza strategica, tensione che impatta particolarmente acutamente sulle PMI per molteplici ragioni. In primo luogo, le PMI sono frequentemente imprese *single-business* poco diversificate, specializzate nell'offerta di un determinato prodotto o servizio, il che rende le loro comunicazioni di trasparenza singolarmente "informative" per i concorrenti industriali; ad esempio, la comunicazione di una *partnership* strategica, di una nuova linea di prodotto in sviluppo, di un brevetto depositato, di un accordo commerciale di rilievo

⁹⁹ L' espressione "quanto prima possibile" suggerisce che un determinato lasso di tempo possa comunque intercorrere tra il venire in essere dell'informazione privilegiata e la sua divulgazione, una sorte di "ritardo tecnico" che comunque non deve in alcun modo compromettere l'adempimento dell'obbligo. In argomento v. GILOTTA-RAFFAELE, *Informazione privilegiata e "processi prolungati" dopo la Market Abuse Regulation*, in *Riv. soc.*, 2018, 113 ss.

¹⁰⁰ Questi costi diretti possono includere: revisione contabile esterna (60.000-120.000 euro annui), consulenza legale continuativa (40.000-80.000 euro), *investor relations* professionale e comunicazione finanziaria (30.000-60.000 euro), mantenimento del NOMAD nei primi tre anni (20.000-40.000 euro per anno), *compliance* normativa e sistemi informatici di governance (20.000-50.000 euro), partecipazione a *roadshow* e conference call con analisti (10.000-20.000 euro).

costituisce informazione altamente rilevante per i competitori, che può pregiudicare significativamente il vantaggio competitivo dell'impresa.

In secondo luogo, molte PMI quotate su EGM sono imprese innovative impegnate nello sviluppo di nuovi prodotti e servizi ad alto valore tecnologico, per le quali la tensione tra trasparenza e riservatezza si pone in modo particolarmente accentuato. L'elevata asimmetria informativa tra *management*/soci controllanti e investitori rispetto a società mature di settori consolidati determina infatti una domanda naturalmente più intensa di informazione da parte degli investitori, ma le informazioni più utili per ridurre questa asimmetria (strategie di *business*, modello di *product development*, *roadmap* di innovazione) hanno un valore strategico-competitivo usualmente molto elevato, per cui divulgarle al mercato può comportare costi significativi in termini di perdita di riservatezza e di vantaggio competitivo.

In terzo luogo, vi è il costo-opportunità della *compliance*: le risorse finanziarie e organizzative dedicate al rispetto degli obblighi di trasparenza e di compliance normativa costituiscono capitale che, nelle PMI, viene sottratto agli investimenti nella crescita dimensionale dell'impresa, nell'innovazione tecnologica, nell'espansione internazionale. Per le grandi società mature, questo costo-opportunità è verosimilmente minore poiché hanno raggiunto la loro dimensione ottimale e mantengono una posizione consolidata sul mercato; per le PMI in fase di crescita, per contro, il costo-opportunità della *compliance* può risultare particolarmente gravoso, poiché ogni euro e ogni ora-uomo destinati agli adempimenti regolamentari vengono sottratti a progetti di sviluppo che possono incidere in modo decisivo sulla capacità dell'impresa di innovare e consolidare il proprio posizionamento competitivo.

6.5. Il fenomeno allarmante dei *delisting*

Un fattore preoccupante del percorso di apertura delle PMI italiane ai mercati finanziari è il fenomeno relativamente frequente dei *delisting* volontari (uscite dal mercato) realizzati da società quotate su EGM che, generalmente, decidono di uscire dalla quotazione dopo un periodo di 3-7 anni.

Nel 2023, sono stati registrati 24 *delisting* su EGM (circa il 12% del totale delle società quotate al 1° gennaio 2023), una percentuale significativa che testimonia l'insostenibilità della permanenza in quotazione per una fascia rilevante di PMI¹⁰¹.

¹⁰¹ Sul persistere – e più recente intensificarsi – dei fenomeni di *delisting*, anche nel segmento EGM v. già INTERMONTE-POLITECNICO DI MILANO, *Sliding doors: il flusso di listing e delisting sul mercato azionario di Borsa Italiana (2002-2021)*, Quaderni di ricerca Intermonte n. 6, 2022; e, in chiave più aggiornata, BANCA PROFILO, *Analisi EGM 1Q25, 2025*, disponibile su <https://www.bancaprofilo.it/analisi-egm-1q25/>; TELEBORSA, *EGM, i delisting continuano ma la liquidità migliora. Sempre tanti M&A*, 30 novembre 2025, disponibile alla pagina <https://www.borsaitaliana.it/borsa/notizie/teleborSA/finanza/egm-i-delisting-continuano-ma-la-liquidita-migliora-sempre-tanti-ma-119/>.

Molte sono le principali cause di *delisting* volontario, tra cui è possibile identificare: a) difficoltà persistenti nel mantenimento di un flottante adeguato (almeno il 10-15%), a causa della concentrazione proprietaria familiare e della scarsa liquidità del titolo sul mercato secondario; b) costi fissi annuali di *compliance*, *reporting*, revisione e consulenza legale, costi percepiti come sproporzionati rispetto ai benefici della quotazione; c) scarsa liquidità effettiva del titolo con *spread* denaro-lettera elevati e volumi di scambio ridotti; d) valutazioni di mercato delle partecipazioni sistematicamente non adeguate con riferimento al valore intrinseco calcolato con metodi tradizionali¹⁰².

Tanto precisato, appare evidente come il fenomeno dei *delisting* rifletta una crisi di fiducia delle PMI italiane nei confronti del modello di quotazione sui mercati di crescita, crisi che minaccia di compromettere la credibilità dell'EGM quale piattaforma di accesso ordinato al capitale di rischio per le imprese italiane di medie dimensioni.

Per superare in modo strutturale questi limiti – soprattutto con riferimento al necessario efficientamento dei costi di *compliance* e di informazione al mercato – potrebbero essere proposte talune soluzioni, riassumibili sinteticamente in (a) tipizzare le informazioni soggette a pubblicazione mediante catalogo chiuso, stabilendo termini certi e ragionevoli di adempimento; (b) eliminare per le PMI quotate su mercati di crescita l'obbligo di *disclosure* continua in favore di un sistema di comunicazione periodica (ad es. *newsletter* mensile) che elenchi i fatti rilevanti verificatisi nel periodo oggetto di attenzione; (c) consentire alle società di optare volontariamente per il regime di comunicazione ordinario (più stringente) mediante clausola statutaria, segnalando al mercato la propria natura di emittente altamente trasparente; (d) prevedere obblighi di comunicazione chiari e graduati in funzione della dimensione della società, della capitalizzazione di mercato, della quotazione su segmenti dedicati alle PMI rispetto a quella sui mercati regolamentati principali¹⁰³.

Tali proposte ridurrebbero drasticamente i costi di *compliance* (semplificando il monitoraggio interno, limitando il ricorso a consulenti esterni, eliminando le incertezze sul *timing* della comunicazione) e, in definitiva, potrebbero contribuire a ridurre significativamente il fenomeno dei *delisting* prematuri dovuti all'insostenibilità economica della permanenza in quotazione.

Forse non sarà la panacea di tutti i mali, ma solo attraverso questa convergenza di interventi normativi e di *policy* pubblica sarà possibile trasformare EGM da mercato di quotazione con

¹⁰² In argomento cfr. SAGLIOCCA-DE NIRO, *Il delisting per volontà dell'emittente: il fenomeno del delisting "puro"*, in *Riv. dir. banc.*, Approfondimenti, 6 febbraio 2023, testo disponibile online su <https://www.dirittobancario.it>.

¹⁰³ Le proposte qui avanzate si pongono in linea con l'esigenza – più volte sottolineata a livello europeo e nazionale – di approntare un regime informativo "proporzionato" per gli emittenti di minori dimensioni, specie se quotati su mercati di crescita per PMI, attraverso una razionalizzazione degli obblighi di informazione continua e una graduazione degli oneri in funzione della dimensione e del mercato di quotazione. In tal senso, cfr. ASSONIME, *Proposte per una riforma organica del TUF. Eliminazione del goldplating, valorizzazione dell'autonomia statutaria, allineamento alle best practice europee*, Position paper n. 4/2024, spec. 15-24; PLATTNER-ABBADESSA, *Listing Act: la consultazione della Commissione UE di semplificazione per le PMI*, in *Riv. dir. banc.*, Approfondimenti, 5 dicembre 2021, spec. 7-10; ESMA, *Final Report – Technical advice on the Listing Act (Prospectus Regulation)*, ESMA32-117195963-1417, 12 giugno 2025 (in particolare v. i parr. introduttivi e sezione dedicata all'*EU Growth prospectus*).

elevati tassi di rotazione e di *delisting* a infrastruttura stabile e duratura per l'accesso del capitale di rischio nelle PMI italiane, contribuendo in definitiva a creare le migliori condizioni per una patrimonializzazione ordinata del tessuto imprenditoriale italiano¹⁰⁴.

7. Strumenti finanziari “con vincoli” e negoziazione su *Euronext Growth Milan*

L'assenza di vincoli alla transazione degli strumenti finanziari è un requisito necessario ai sensi del T.U.F. per la sola ammissione alla negoziazione nel mercato regolamentato¹⁰⁵, ma non rileva ai fini dell'ammissione all'operatività della società nei sistemi multilaterali di negoziazione e, in particolare, in quelli di crescita per le PMI¹⁰⁶.

Con riferimento ad EGM, è il Regolamento del sistema multilaterale di negoziazione ad aver previsto questo requisito aggiuntivo. D'altro canto, detta possibilità è espressamente consentita – per i mercati di crescita per le PMI – proprio dall'art. 69, comma 3, T.U.F., secondo cui «*il gestore di un mercato di crescita per le piccole e medie imprese può prevedere requisiti aggiuntivi a quelli previsti dal comma 2*»¹⁰⁷.

Ad ogni modo, non potranno ad esempio accedere ad un mercato regolamentato società per azioni che abbiano nel proprio statuto clausole di mero gradimento (di cui al comma 2 dell'art. 2355-*bis* c.c.), considerato che dette clausole sono tali da incidere sul trasferimento delle stesse azioni¹⁰⁸. Ovviamente, il medesimo approccio dovrà tenersi verso la s.r.l. aperta che dovesse quotarsi nel mercato di crescita per le PMI.

Diversamente, non dovrebbero esservi particolari argomentazioni contrarie per quanto riguarda l'ammissione ai mercati – anche non regolamentati quali EGM – di società aventi nel proprio statuto clausole di non mero gradimento o prelazione, sempre che dette clausole

¹⁰⁴ Con riferimento alla *policy* pubblica, oltre agli interventi normativi sul piano della regolamentazione finanziaria, è necessario che il legislatore italiano e i principali responsabili economici (Ministero delle Imprese e del Made in Italy, Agenzia delle Entrate, Regioni, Unioncamere, associazioni di categoria) implementino programmi strutturati di: (a) incentivazione fiscale della quotazione su mercati di crescita (agevolazioni sulle imposte sui *capital gains*, incentivi per la reinvestimento di dividendi in aumento di capitale); (b) formazione continuativa per imprenditori e *manager* sul tema della governance evoluta, della comunicazione finanziaria, della gestione delle relazioni con investitori istituzionali; (c) supporto tecnico e finanziario alle PMI che affrontano il processo di quotazione, mediante centri di consulenza specializzati, *voucher* per consulenze legali e di *investor relations*, *coaching* del NOMAD; (d) comunicazione istituzionale proattiva sui benefici della quotazione. Cfr. GILOTTA, *La quotazione delle piccole e medie imprese e il problema del costo della trasparenza*, in *Giur. comm.*, 2024, 6, 1326 ss.

¹⁰⁵ Al riguardo, l'art. 66, comma 1, lett. a), T.U.F. espressamente recita al comma 1, lett. a) che i mercati regolamentati «*si dotano di regole chiare e trasparenti riguardanti l'ammissione degli strumenti finanziari alla quotazione e alla negoziazione*», mentre il comma 2 del medesimo articolo dispone che le regole di cui al comma 1, lett. a), «*assicurano che gli strumenti finanziari ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato possano essere negoziati in modo corretto, ordinato ed efficiente e, nel caso dei valori mobiliari, siano liberamente negoziabili*». Sull'argomento cfr. DENTAMARO, *Azioni, quote di S.R.L. PMI e loro negoziabilità*, cit., 834 s.

¹⁰⁶ Si pensi, ad esempio, all'ipotesi in cui l'emittente abbia inserito clausole limitative al trasferimento delle azioni nel proprio statuto.

¹⁰⁷ Analogamente a quanto stabilito dall'art. 33, § 4, direttiva 2014/65/UE.

¹⁰⁸ Si veda, al riguardo, anche l'art. 1 del Regolamento delegato (UE) 2017/568.

non siano percepite dagli investitori come limitanti la libertà delle negoziazioni, presupposto principale con riferimento alla permanenza dei titoli nel mercato.

Quanto argomentato appare corroborato anche dal dispositivo del nuovo art. 3 della legge 5 marzo 2024, n. 21 con riferimento alla dematerializzazione delle quote di s.r.l.-PMI, previsto per le sole società che dispongono – alla luce del rimando di cui al comma 2-bis – «di quote appartenenti alle categorie [di cui al precedente comma 2], aventi eguale valore e conferenti eguali diritti».

8 La legge capitali e le semplificazioni per gli emittenti su EGM

La legge capitali di recente approvazione (legge 5 marzo 2024, n. 21, interventi a sostegno della competitività del mercato dei capitali) introduce interessanti misure con lo scopo di favorire e incentivare la raccolta dei capitali sul mercato; nello specifico, con essa il legislatore intende semplificare le regole previste per le società già quotate e per quelle che vedono la quotazione quale obiettivo strategico.

In sintesi, la legge propone una serie di interventi con l'obiettivo di a) modificare la disciplina delle offerte fuori sede, ampliando le forme di auto-collocamento da parte delle società; b) raddoppiare (da 500 milioni a un miliardo di euro), la soglia per la definizione di PMI emittenti azioni quotate per le quali sono previste alcune semplificazioni normative¹⁰⁹; c) dematerializzare le quote di s.r.l.-PMI; d) consentire la redazione dei bilanci secondo i principi contabili internazionali a tutte le società con strumenti finanziari negoziati su sistemi multilaterali di negoziazione; e) eliminare la facoltà della Consob di elevare, caso per caso, la soglia del 90% che fa scattare l'obbligo di acquisto; f) agevolare le emissioni obbligazionarie e dei titoli di debito; g) semplificare le procedure di ammissione alla quotazione; h) chiarire i termini di approvazione del prospetto ed eliminare la responsabilità del collocatore per informazioni false o omissioni di informazioni.

Alcuni di questi aspetti incidono direttamente sulle società emittenti EGM (si pensi a quanto previsto con riferimento alla facoltà di redazione dei bilanci secondo i principi contabili internazionali, di cui peraltro già si è detto *infra*, cap. III, § 9), mentre altri possono comunque comportare effetti, analogamente a quanto avviene per le altre società quotate in mercati regolamentati, alle stesse.

Vi sono, inoltre, interventi previsti dalla legge capitali che non impattano sulle società emittenti su EGM, posto che questi sono rivolti esclusivamente alle società quotate in mercati regolamentati: è il caso, ad esempio, della disciplina prevista dall'art. 12, che consente la presentazione di una lista da parte del Consiglio di amministrazione uscente, in

¹⁰⁹ Ci si riferisce – nello specifico – all'art. 1, comma 1, lett. w-quater.1), T.U.F., secondo cui si definiscono PMI, «[...] le piccole e medie imprese, emittenti azioni quotate che abbiano una capitalizzazione di mercato inferiore a 1 miliardo di euro. Non si considerano PMI gli emittenti azioni quotate che abbiano superato tale limite per tre anni consecutivi». Ovviamente, come già si è specificato detta definizione non rileva con riferimento alle dimensioni per l'accesso da un mercato di crescita per le PMI.

parziale deroga al regime generale di elezione dell'organo amministrativo disposto dall'art. 147-ter T.U.F.¹¹⁰.

Infatti, considerato che la norma sulla lista presentata dal consiglio si inserisce nel Capo II del T.U.F., essa riguarda solamente le società italiane con azioni quotate in mercati regolamentati italiani o di altri paesi dell'Unione europea (ai sensi dell'art. 119 T.U.F.), non trovando quindi applicazione alle società quotate su sistemi multilaterali di negoziazione (quali, appunto, *Euronext Growth Milan*)¹¹¹.

Con riferimento alle novità apportate dalla legge capitali che potrebbero impattare (anche) sullo sviluppo del mercato EGM, si è puntualizzato come sia prevista una modifica alla disciplina delle offerte fuori sede, ampliando le forme di auto-collocamento da parte delle società. L'art. 1 della legge prevede infatti un'ulteriore fattispecie, rispetto a quelle già disciplinate (all'art. 30, comma 2, T.U.F.) e in base al quale il regime previsto per l'offerta fuori sede non si applica in presenza del c.d. auto-collocamento¹¹².

I contratti sottoscritti a seguito di offerte fuori sede si connotano per la previsione di alcune regole relative alla loro efficacia; l'art. 30, comma 7, T.U.F. dispone infatti che, nel caso in cui il contratto venga concluso fuori dai locali commerciali dell'intermediario (c.d. "offerta fuori sede"), in assenza di una clausola che consenta all'investitore di esercitare, entro 7 giorni dalla sottoscrizione, il proprio diritto di recesso, il contratto è nullo¹¹³.

¹¹⁰ L'art. 147-ter T.U.F. continua, tuttavia, ad essere applicabile in via residuale, laddove il Consiglio di amministrazione non presenti una sua lista. Per approfondimenti sul sistema di votazione delle società quotate in mercati regolamentati v. STELLA RICHTER JR., sub art. 147-ter, in *Le società per Azioni. Codice civile e norme complementari*, diretto da Abbadessa-Portale, Milano, 2016, 4203 ss.; PERRONE-SANFILIPPO, *La lista presentata dal consiglio di amministrazione nelle società a proprietà concentrata*, in *Governance e mercati*, a cura di Callegari-Cerrato-Desana, Torino, 2022, 863 ss.; DOMENICHINI, *La presentazione della lista del cda da parte del consiglio uscente*, in *Giur. comm.*, 2022, I, 1094 ss.; IRRERA, *Presentazione di liste di candidati da parte dei consigli di amministrazione uscenti delle società quotate (A.S. 2433)*, in *Riv. soc.*, 2022, 2-3, 574 ss.; ID., *Luci e (molte) ombre sulla lista del Cda per la nomina degli amministratori nelle società quotate: brevi appunti*, in *www.il caso.it*, 11 ottobre 2021; ID., *La lista del Cda: una nuova norma nell'occhio del ciclone*, in *www.il caso.it*, 12 settembre 2024.

¹¹¹ Per completezza di informazione, si evidenzia come la disciplina in analisi riguardi anche la fattispecie dell'elezione dei componenti dell'organo amministrativo da parte dell'assemblea con il sistema del voto di lista; anch'essa, ovviamente, non applicabile alle società emittenti su EGM, sebbene nulla vieti che essa possa essere prevista nello statuto dell'emittente. Sul punto v. CACCHI PESSANI, *Il voto di lista per la nomina degli amministratori nelle società a controllo "fluidico": prassi, problemi e prospettive*, in *Riv. soc.*, 2021, 740 ss.

¹¹² Con "offerta fuori sede" si intende – per quel che qui rileva – la promozione e il collocamento presso il pubblico di strumenti finanziari in luogo diverso dalla sede legale o dipendenza dell'emittente. Come è noto, l'offerta fuori sede di strumenti finanziari può essere effettuata solo dai soggetti elencati all'art. 30, comma 3, T.U.F. (ossia, le S.g.r., le società di gestione UE, le Sicav, le Sicaf, i Gefia UE e non UE limitatamente alle quote o azioni di OICR), mentre l'offerta fuori sede di servizi e attività di investimento è consentita ai soggetti individuati al comma 4 (tra cui merita ricordare le sim, le imprese di investimento, le banche). L'offerta fuori sede non rappresenta, quindi, un autonomo servizio di investimento, bensì una specifica "modalità di contatto con la clientela", che consiste nella promozione e/o nel collocamento di strumenti finanziari, di servizi e di attività di investimento. Così OLIVA, Sub art. 30, in *Commentario al Testo Unico della Finanza*, a cura di Cavallaro, Pisa, 2021, 179.

¹¹³ La ratio dell'art. 30 T.U.F. è quella di tutelare l'investitore non professionale in tutti i casi in cui l'operazione di investimento si perfezioni fuori sede, a prescindere dalla tipologia del servizio d'investimento che abbia dato luogo a tale operazione. In tali casi, la Cassazione, valorizzando lo scopo della norma, ha ritenuto ragionevole presumere che «l'investimento non sia conseguenza di una premeditata decisione dello stesso investitore, il quale a tale scopo si sia recato presso la sede dell'intermediario, ma costituisca, invece, il frutto di una sollecitazione,

In ogni caso, l'art. 30, comma 2, T.U.F. prevede alcune fattispecie in cui viene esclusa l'applicazione della disciplina, ovvero quando l'offerta è effettuata nei confronti di clienti professionali¹¹⁴, nonché laddove l'offerta di propri strumenti finanziari rivolta ai componenti del consiglio di amministrazione, ai dipendenti, ai collaboratori non subordinati dell'emittente, della controllante o delle sue controllate, venga effettuata presso le rispettive dipendenze e posto che, in entrambi i casi, non avrebbe senso parlare di "effetto sorpresa"¹¹⁵.

Tanto specificato, l'art. 1 della legge capitali interviene aggiungendo un'ulteriore fattispecie di esenzione dall'applicazione della disciplina in questione, ora disciplinata dall'art. 30, comma 2, lett. 2-bis, T.U.F., e in base al quale «*le offerte di vendita o di sottoscrizione di azioni di propria emissione o di altri strumenti finanziari di propria emissione che permettano di acquisire o sottoscrivere tali azioni, purché emessi da emittenti con azioni negoziate in mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione italiani o di paesi dell'Unione europea, a condizione che siano effettuate dall'emittente attraverso i propri amministratori o il proprio personale con funzioni direttive per importi di sottoscrizione o acquisto superiori o uguali a euro 250.000. La presente lettera non si applica alle azioni emesse da Sicav e da Sicaf*»¹¹⁶.

Le offerte di vendita devono cioè riguardare le azioni e gli altri strumenti finanziari che permettano di sottoscrivere azioni (ovvero solo le obbligazioni convertibili, e non altre) e gli strumenti finanziari devono essere emessi da società che siano già quotate sul mercato regolamentato italiano o su un MTF; inoltre, l'offerta deve essere proposta dalla società emittente per il tramite dei suoi amministratori (o da personale con funzioni direttive) e l'acquisto o la sottoscrizione conseguenti debbono essere per importi superiori o pari a 250.000 euro¹¹⁷.

Trattasi di una regola che, come si è ricordato, ha lo scopo di semplificare l'operatività delle società già quotate (anche in mercati non regolamentati), sebbene, anche questo va evidenziato, l'opportunità dell'esenzione non è stata estesa alle operazioni effettuate in sede di IPO; in ogni caso, può essere rivolta pure a soggetti che non rientrano nella categoria dei clienti professionali previsti dalla MIFID II.

Credo tuttavia che la norma maggiormente impattante della legge capitali sia l'art. 4, che sopprime una serie di obblighi previsti nel T.U.F. e nel Codice civile per gli emittenti strumenti finanziari diffusi¹¹⁸.

proveniente da promotori della cui opera l'intermediario si avvale [...] e che potrebbe aver colto l'investitore impreparato». Così Cass., S.U., n. 13905/2013. Sul tema cfr. DE MARI, *Recenti sviluppi del diritto di recesso nell'offerta fuori sede di strumenti finanziari*, in *Giur. comm.*, 2014, 5, 878 ss.

¹¹⁴ Gli investitori professionali sono individuati dall'art. 6, commi 2-*quinquies* e 2-*sexies*, T.U.F.

¹¹⁵ Cfr. FIRPO, *Assonime - Circolare n. 6 del 13 marzo 2024 - legge 5 marzo 2024, n. 21*, cit., 551 ss.

¹¹⁶ Obiettivo precipuo della norma è quello di esentare dalla disciplina della vendita fuori sede le ipotesi di auto-collocamento, considerato che l'investitore dovrebbe avere maggiore contezza - in questo caso - dei termini e degli effetti dell'operazione effettuata.

¹¹⁷ Sul tema v. URBANI, *L'offerta e l'operatività fuori sede*, in *Il Testo Unico finanziario*, a cura di Cera e Presti, Bologna, 2020, 655 ss.

¹¹⁸ In argomento v. SIRI, *La nuova disciplina sugli emittenti di strumenti finanziari diffusi fra il pubblico in misura rilevante*, in *Società*, 2024, 7, 805 ss.

Già si è puntualizzato come sia stato introdotto il nuovo l'art. 2325-ter c.c.; tuttavia, si rimarca come le variazioni previste siano ancora più significative.

La norma in analisi, infatti, espunge una serie di vincoli ed obblighi previsti nel T.U.F. e nel Codice civile per gli emittenti di strumenti finanziari diffusi (tra i quali, come si è visto, possono rientrare anche le società che si quotano in sistemi multilaterali di negoziazione) e, in alcuni casi, per le società che fanno ricorso al mercato dei capitali.

Al riguardo – considerando all'uopo sufficienti le tutele previste nei regolamenti del gestore dell'MTF – merita ricordare l'esclusione dalla disciplina civilistica delle operazioni con le parti correlate per gli emittenti quotati (e conseguentemente anche agli emittenti EGM), in considerazione che la nuova versione dell'art. 2391-bis c.c. dispone che la disciplina si applica ora alle società «con azioni quotate in mercati regolamentati» e non più, invece, alle «società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio»¹¹⁹.

Se è vero che il legislatore ha quindi voluto eliminare gli ingenti costi di *compliance* in ordine alla disciplina civilistica delle operazioni con le parti correlate, è pur vero che senza una modifica del Regolamento emittenti EGM – che, come si è visto, rinvia all'art. 10 del Regolamento operazioni con parti correlate Consob – non possono osservarsi cambiamenti sostanziali per quanto riguarda, appunto, gli emittenti EGM¹²⁰.

8.1. (Segue). L'obbligo di comunicazione dei patti parasociali

La riforma estende l'ambito di applicazione dell'art. 2341-ter c.c. alle società con strumenti negoziati su MTF, imponendo anche a tali emittenti gli obblighi di trasparenza in materia di patti parasociali. Ciò risulta in linea con l'esigenza di tutela degli investitori (ma non con quella di semplificazione degli obblighi di *compliance* per gli emittenti si EGM) considerando che il Regolamento Emittenti EGM richiede comunque la diffusione al pubblico di ogni informazione rilevante sull'emittente e sui documenti messi a disposizione dei titolari di strumenti finanziari negoziati (tra cui relazioni illustrative e verbali assembleari), da pubblicare sul sito dell'emittente per un congruo periodo di tempo, non inferiore a cinque anni. Trattasi di un elemento in più atto a corroborare quanto già precedentemente espresso, ovvero che nonostante non sia previsto in modo esplicito di

¹¹⁹ Detta modifica è prevista dall'art. 4, legge 5 marzo 2024, n. 21.

¹²⁰ D'altro canto, l'ambito soggettivo della normativa europea sui diritti degli azionisti (in particolare la direttiva (UE) 2017/828 del Parlamento europeo e del Consiglio del 17 maggio 2017 – c.d. *Shareholder Rights Directive*) riguarda, infatti, soltanto le società quotate su mercati regolamentati e, pertanto, le regole sulle operazioni con le parti correlate si dovrebbero rivolgere solo a queste ultime. Tuttavia, fino alla modifica di cui si sta dando conto, l'applicazione delle regole in questione veniva perlopiù estesa a tutte le società quotate anche in mercati non regolamentati; detta interpretazione rappresentava un chiaro esempio di *gold plating*, ovvero a pratica di superare gli *standard* minimi stabiliti dalle direttive o dai regolamenti UE durante la loro adozione a livello nazionale (con conseguenti oneri e costi aggiuntivi per le imprese). Sul tema v. ANNUNZIATA, *Il migliore dei mondi possibili? L'accesso delle PMI alle trading venues: libertà, condizionamenti e gold plating*, cit., 1175 ss.; ASSIREVI, *Osservazioni di ASSIREVI presso la 6° commissione Finanza e Tesoro – Senato della Repubblica in merito al Disegno di Legge Interventi a sostegno della competitività dei capitali (A 674)*, 27 giugno 2023, 10 s., disponibile su <https://assirevi.it/documenti/>.

comunicare l'esatta composizione degli assetti societari (ai sensi dell'art. 26 Regolamento emittenti EGM), l'adempimento appare quale uno degli aspetti di maggior rilievo per l'esatta conoscenza da parte del mercato delle potenzialità di crescita dell'emittente.

In definitiva, ogni socio deve avere la possibilità di accedere a dette informazioni in modo semplice e diretto, nel caso in cui la società sia quotata (anche in un mercato non regolamentato)¹²¹; ha evidentemente senso che ogni potenziale investitore sia a conoscenza della compagine azionaria (e ora anche degli eventuali accordi parasociali fra di essi) al fine di valutarne il valore presente e potenziale, quest'ultimo da calcolarsi anche considerando la minore o maggiore possibilità di "scalata" da parte di altri investitori¹²².

Nel quadro rappresentato, a prescindere dalla categoria in cui la società quotata nel mercato di crescita per le PMI rientra ("aperta" o "chiusa"), alcune regole previste per le società aperte ai sensi dell'art. 2325-bis c.c. sono estese, proprio dalla legge capitali, agli stessi emittenti EGM: l'art. 4, comma 3, legge 5 marzo 2024, n. 21 "allarga" infatti l'applicazione dell'art. 2341-ter c.c. («Pubblicità dei patti parasociali»), oltre che alle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, anche a quelle «con azioni negoziate in sistemi multilaterali di negoziazione»¹²³.

Ne consegue, pertanto, che anche le società emittenti con azioni (o quote) negoziate in sistemi multilaterali di negoziazione hanno ora l'obbligo di comunicare i patti parasociali alla società e dichiararli in apertura di ogni assemblea: la dichiarazione dovrà peraltro essere trascritta nel verbale e, quest'ultimo, dovrà essere depositato presso l'ufficio del registro delle imprese competente¹²⁴.

In considerazione di quanto disposto dall'art. 2341-ter, comma 2, c.c., in caso di mancanza della dichiarazione richiamata i possessori delle azioni (e, a parer di chi scrive, delle quote) cui si riferisce il patto parasociale non possono esercitare il diritto di voto e le deliberazioni assembleari adottate con il loro voto determinante¹²⁵.

Ovviamente, le considerazioni già espresse in altri punti dello scritto valgono anche in questo caso: il richiamo previsto dall'art. 4, legge 5 marzo 2024, n. 21 e dall'art. 2341-ter c.c. alle sole azioni non potrà escludere l'applicazione del dispositivo delle stesse norme anche alle s.r.l. aperte quotate su EGM.

9. La delega per la riforma organica del T.U.F.

La legge capitali, infine, attribuisce al Governo italiano la delega per adottare decreti legislativi volti a riformare in modo organico la disciplina dei mercati dei capitali contenuta

¹²¹ Pur in considerazione che, spesso, l'investitore "esterno" ha un ruolo marginale in termini di controllo, quantomeno in considerazione del fatto che il flottante è solitamente - in termini di rapporto col capitale sociale dell'emittente - ridotto nel mercato EGM.

¹²² Possibilità evidentemente correlata anche alla differente composizione degli assetti societari.

¹²³ Per approfondimenti in argomento v. SIRI, *La nuova disciplina sugli emittenti di strumenti finanziari diffusi fra il pubblico in misura rilevante*, in *Società*, 2024, 7, 805 ss.

¹²⁴ *Sul tema v. TUCCI, La meritevolezza dei patti parasociali*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2022, 1, 22 ss.

¹²⁵ Essendo peraltro impugnabili a norma dell'art. 2377 c.c.

nel Testo Unico della Finanza, con il fine ultimo di aumentare ulteriormente la competitività del mercato dei capitali italiano¹²⁶.

La *ratio* degli interventi – che nei fatti muta la prospettiva eccessivamente parziale della legge 5 marzo 2024, n. 21 – è quella di modificare in modo più organico alcune norme del Codice civile applicabili agli emittenti quotati e, appunto, talune regole del T.U.F., basandosi su principi e criteri direttivi molto ampi.

Considerato che alcuni degli aspetti affrontati nella legge capitali sono indicati nei criteri della delega, è verosimile assistere nel prossimo futuro a modifiche e integrazioni anche con riferimento alle norme approvate, appunto, nella legge 5 marzo 2024, n. 21; si evidenzia, al riguardo, come tra i criteri della legge delega sia prevista la semplificazione delle regole del governo societario, sia in considerazione delle regole di autodisciplina già presenti, sia allo scopo di rendere più affine il sistema italiano con quello dei paesi europei maggiormente competitivi nel mercato dei capitali.

Nelle pagine del presente scritto si è cercato di sottolineare come la disciplina della s.r.l. aperta necessiti – allo stato – di alcuni interventi volti a meglio chiarirne le specificità, per quanto, come si è pure specificato, reputo che essa debba essere considerata, semplicemente, come una variante all'interno della s.r.l.

Ad ogni modo, anche in considerazione dell'ampia delega concessa, la riforma organica del T.U.F. potrebbe essere l'occasione buona per affrontare alcuni dei temi che ancora rendono complicato lo studio e l'analisi della disciplina della s.r.l. aperta: da un lato avrebbe senso, come si è puntualizzato, richiamare esplicitamente le regole per la s.p.a. aperta in presenza di talune lacune e, dall'altro, si potrebbe specificare in modo chiaro come la stessa possa accedere ai mercati finanziari, aspetto che a sua volta potrebbe innescare una serie di interventi sui Regolamenti da parte dei gestori dei mercati, allo stato necessari per meglio rendere concreta la quotazione della s.r.l. (quantomeno su EGM).

10. S.r.l.-PMI tra apertura al mercato e tenuta del modello codicistico.

L'apertura della s.r.l. alla possibile quotazione nei mercati di crescita per le PMI (e in particolare al mercato *Euronext Growth Milan*) apre un interessante scenario con riferimento alla sua disciplina giuridica.

Si evidenzia, tuttavia, quanto già si è avuto modo di ricordare nelle pagine precedenti, ovvero che per rendere più agevole – e meno contestabile – l'operazione di quotazione di

¹²⁶ L'art. 19 della legge 5 marzo 2024, n. 21 delega il Governo a provvedere entro dodici mesi alla riforma del Testo Unico della Finanza, precisando, al comma 2, i principi e i criteri direttivi da osservare. Tra le aree di riforme merita sottolineare sia gli interventi diretti a favorire l'accesso delle imprese ai mercati regolamentati, favorire l'accesso delle piccole e medie imprese a forme alternative di finanziamento e aumentare la competitività del mercato nazionale [lett. a); lett. b); lett. c); lett. d); lett. f)], sia quelli volti a semplificare e razionalizzare le regole del governo societario [lett. e); lett. g); lett. h)]. Per una prima analisi su dette tematiche v. MONTALENTI, *La legge Capitali e la delega alla riforma del Testo Unico della Finanza: prime riflessioni*, in *Giur. comm.*, 2024, 3, 497 ss.

una s.r.l. appare necessaria anche la modifica del Regolamento emittenti EGM (espungendo, ad esempio, ogni riferimento alle azioni ed agli azionisti degli emittenti e magari richiamando espressamente le s.r.l. tra gli stessi emittenti EGM).

Inoltre, già si è segnalato che la s.r.l. aperta si caratterizza per avere una natura “ibrida”: certamente ad essa si debbono applicare le regole previste dal diritto societario e, quando dovesse effettivamente accedere al mercato dei capitali tramite la quotazione, essa diverrebbe soggetta anche a quelle – quantomeno ad alcune – previste dal diritto dei mercati finanziari (ed *in primis* dal T.U.F.)¹²⁷.

D’altro canto, le sole norme di diritto comune previste per la s.r.l. non sono sufficienti a garantire i soggetti – ineluttabilmente diversi e, quindi, necessitanti di particolari tutele – che invece investono in essa quando dovesse quotarsi. Con riferimento, ad esempio, alle protezioni previste per gli investitori non professionali, è evidente come le regole relative ai diritti di controllo disposte all’art. 2476, comma 2, c.c. mal si conciliano in presenza di numerosi soci presenti, circostanza che (solitamente) caratterizza le società aperte¹²⁸. Al riguardo, si potrebbe certamente constatare che l’autonomia concessa ai soci anche in ipotesi di s.r.l. aperta possa consentire di disapplicare talune norme dichiarate inderogabili quali, appunto, quelle relative ai poteri di controllo dei soci; detta prospettiva, che come *supra* ho provato ad argomentare reputo preferibile, anche in considerazione delle disposizioni previste dal Regolamento del mercato EGM, comporta comunque alcune difficoltà interpretative, posto che bisognerebbe prevedere regole suppletive in sostituzione di quelle, appunto, non applicate.

Analoghe considerazioni valgono inoltre per le regole con cui i soci possono sostituirsi agli amministratori in talune decisioni gestionali o autorizzare il compimento di atti per la s.r.l. (come noto, l’art. 2476, comma 8, c.c., ne prevede la loro responsabilità in caso di danni procurati alla società)¹²⁹; ebbene, reputo che in una s.r.l. quotata detta evenienza non possa

¹²⁷ Si sottolinea come anche con riferimento alla qualificazione della s.r.l. aperta in caso di *crowdfunding* vi fosse che avesse accostato alla stessa la disciplina dei mercati finanziari: «posto che l’investimento in s.r.l. *crowdfunded* assomiglia a quello in Oicr chiusi, quest’ultima disciplina rappresenta il complesso normativo rispetto al quale sondare l’esistenza di lacune e, se del caso, colmarle con l’applicazione analogica; tale confronto, oltre a confermare l’incompatibilità tra l’investimento e riconoscimento di poteri (gestori e organizzativi) individuali, indica che, di fronte a una parziale somiglianza di fattispecie, quella dell’investimento in s.r.l. *crowdfunded* risulta normativamente lacunosa». Così, SPOLAORE, *S.r.l. e offerta al «pubblico»*, cit., 101.

¹²⁸ Con riferimento al diritto di cui all’art. 2476, comma 2, c.c., credo che più di ogni altra riflessione valgono le parole di ANGELICI, *La riforma delle società di capitali*, Padova, 2006, 161, secondo il quale «con esso si riconosce al socio non amministratore un diretto interesse alla gestione imprenditoriale, e non l’atteggiamento di “apatia razionale” che è garantita a chi effettua un investimento azionario». Sul punto v. anche CAPELLI, *Il controllo individuale del socio di s.r.l. Il modello legale*, Milano, 2017, 120, la quale sottolinea come il diritto di controllo a favore del quotista investitore – anche in caso di società chiusa – abbia nella prassi scarsa utilità, posto che diversamente dal socio di controllo esso ha generalmente poco interesse a verificare e controllare la gestione dell’organo amministrativo. Per detta motivazione, viene proposta una lettura della norma secondo cui alcuni specifici doveri di informazione dovrebbero scattare solo al verificarsi di determinati eventi.

¹²⁹ Con riferimento al tema v. anche TOMBARI, *La responsabilità dei soci*, in *S.r.l. Commentario. Dedicato a G.B. Portale*, a cura di Dolmetta-Presti, Milano, 2011, 720 ss.; SANTOSUOSSO, *Responsabilità del socio di società a responsabilità limitata per gli atti di influenza amministrativa (art. 2476, 7° co., c.c.)*, in *Società, banche, crisi d’impresa*, Liber amicorum Pietro Abbadesse, diretto da Campobasso-Cariello-Di Cataldo-Guerrera-Sciarrone Alibrandi, vol. II, Torino, 2014, 1899 ss.; BONORA, *La responsabilità del socio “gestore” di società a responsabilità limitata*,

realizzarsi, in considerazione della netta ripartizione tra compiti riservati agli amministratori e all'assemblea dei soci.

Ora, nel caso specifico si potrebbe rinviare alle regole previste per le s.p.a. (ad esempio ritenendo che al socio della s.r.l. aperta permanga il diritto di consultare il libro delle decisioni dei soci), ma anche in questo caso la previsione di uno statuto con dette prerogative comporta uno sforzo valutativo non indifferente. Riflessioni per certi versi analoghe potrebbero essere proposte con riferimento ai diritti dei soci con quote standardizzate senza diritto di voto; si potrebbero ad esempio prevedere per loro (le scarse) prerogative concesse, in caso di s.p.a., agli azionisti che detengono azioni di risparmio¹³⁰. Ma anche in questo caso si tratta di valutazioni non agevoli, quantomeno laddove dette tematiche volessero essere considerate negli statuti della s.r.l. quando ancora non quotata. Addirittura, nel solco di questi ragionamenti, si potrebbe prevedere uno statuto che disponga l'applicazione di talune clausole quando la società risulti chiusa e di altre quando la s.r.l. dovesse aprirsi al mercato¹³¹. Ovviamente, in detta ipotesi potrebbero sorgere dubbi interpretativi non solo con riferimento alla tutela dei soci-investitori, ma pure relativamente alla tutela dei terzi che, come è noto, risulta garantita dal principio di riconoscibilità dei singoli tipi societari - e quindi della particolare disciplina giuridica loro attribuibile - a seguito dell'iscrizione della società presso il registro delle imprese.

Ad ogni modo, nel caso si consideri utilizzabile la disciplina delle s.p.a. per "riempire di contenuti" i vuoti presenti nella disciplina delle s.r.l. aperte, ci si dovrebbe altresì domandare se detta applicazione debba avvenire per analogia o in modo diretto (ossia tramite interpretazione transtipica)¹³². Quest'ultima ipotesi interpretativa appare forse meno problematica [in un certo senso, potrebbe forse essere ritenuta fisiologica, in considerazione della quasi sovrapposibilità tra quote (di PMI) e azioni], sebbene non consentirebbe di dirimere ogni dubbio esegetico. Infatti, a prescindere dalla prospettiva per

Milano, 2013, 188; CALLEGARI, *Il "diritto di immistione" del socio di s.r.l.*, in *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della crisi. Studi in onore di Oreste Cagnasso*, a cura di Irrera, Torino, 2020, 983 ss.

¹³⁰ Il rinvio alle norme disposte per la s.p.a. potrebbe essere previsto anche nel caso in cui la s.r.l. PMI acquisti proprie partecipazioni in deroga al divieto stabilito dall'art. 2474 c.c. in attuazione di piani di incentivazione che prevedano l'assegnazione di partecipazione a dipendenti, collaboratori o componenti dell'organo amministrativo, prestatori di opera e servizi anche professionali, così come stabilito dall'art. 26, d.l. 18 ottobre 2012, n. 179 e di cui già si è precisato *supra*, cap. I, § 2. Per l'acquisto dovrebbero così considerarsi i limiti di cui all'art. 2357 c.c. costituiti dagli utili distribuibili e dalle riserve disponibili dall'ultimo bilancio regolarmente approvato e dalla necessità che le quote siano interamente liberate e, addirittura, in ipotesi di s.r.l. aperte che facciano ricorso al capitale di rischio, il limite dovrebbe essere costituito dalla quinta parte del capitale sociale. In ogni caso, applicandosi le norme previste per la s.p.a., l'acquisto delle proprie quote dovrebbe essere autorizzato dall'assemblea (e non, a questo punto, da una semplice decisione dei soci della s.r.l.), la quale ne deve fissare le modalità di compravendita, nonché indicare il numero massimo di quote da acquistare (da calcolarsi, reputo, in termini di valore), la durata - che non può essere superiore ai diciotto mesi - per la quale l'autorizzazione è accordata ed, infine, il corrispettivo minimo ed il corrispettivo massimo.

¹³¹ Si è indicato, infatti, che le regole "tipiche" della s.r.l. aperta non paiono generalmente diverse da quelle della s.r.l. di diritto comune. Per altre osservazioni sul tema v., *supra*, cap. I, § 4.

¹³² In argomento v. CIAN, *Dalla s.r.l. a base personalistica alle quote «finanziarie» e alla destinazione ai mercati: tante s.r.l.?*, in *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico*, cit., 28 ss.

la quale si volesse propendere, una siffatta impostazione scontrerebbe non pochi problemi applicativi, quantomeno alla luce di una visione di carattere più generale della disciplina della s.r.l.; secondo alcuni studiosi, addirittura, verrebbe snaturata la diversa impalcatura giuridica che il legislatore ha voluto per le s.r.l. e le s.p.a.¹³³.

Insomma, l'intervento del legislatore su questo e altri temi inerenti la s.r.l. aperta appare quantomai auspicabile e, possibilmente, dovrebbe pure essere rapido (ovviamente la delega per riforma organica del T.U.F. va incontro a dette esigenze)¹³⁴: troppi temi meritano di essere affrontati e, come è ben noto, il mercato e gli operatori finanziari avversano *in primis* ogni forma di incertezza, anche se riguardante aspetti normativi.

Sulla scia di dette osservazioni, credo che un'attenta valutazione sugli assetti della s.r.l. aperta debba comunque essere effettuata, a prescindere dalla diretta (o meno) trasposizione di alcune regole previste per le s.p.a.

Così, in ipotesi la società si rivolga effettivamente al mercato del capitale di rischio, è obbligatoria la presenza di un organo di controllo: quest'ultimo deve essere costituito in forma di collegio sindacale e, considerato quanto richiesto da Borsa Italiana in caso di quotazione della s.r.l. su EGM, deve essere presente altresì il revisore esterno¹³⁵; reputo invece che l'organo di controllo possa essere costituito da un sindaco unico in ipotesi del "solo" utilizzo delle piattaforme di *crowdfunding*¹³⁶.

Gli assetti della s.r.l. aperta dovrebbero poi essere adeguati anche con riferimento agli aspetti contabili; una s.r.l. aperta dovrebbe quindi presentare un bilancio che consenta di trasferire al mercato quante più informazioni possibili, aspetto che mal si concilia con la redazione del bilancio di esercizio in forma abbreviata. Tuttavia, detta opzione è pur sempre ammessa dal Regolamento emittenti EGM¹³⁷ e anzi, come *supra* si è visto, la legge capitali consente alle società quotate in un MTF di poter utilizzare i principi contabili internazionali, anche laddove non vengano superati i limiti dimensionali di cui all'art. 2435-bis c.c.

¹³³ Al riguardo, autorevole dottrina ha rimarcato che risulta «*assai difficile, per quanto non da escludere in modo assoluto, dimostrare, nel silenzio del legislatore, che la regolamentazione di uno o più aspetti del modello cui si ispira un determinato tipo societario sia stata voluta anche in funzione di analogo modello per ipotesi presente in un tipo diverso e abbia quindi carattere trasversale tra i due tipi*». Così ZANARONE, *La società a responsabilità limitata. Un modello «senza qualità»?*, in *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico*, cit., 13.

¹³⁴ Cfr. ZANARONE, *La s.r.l. A vent'anni dalla riforma del diritto societario*, cit., 610 s.

¹³⁵ Ai sensi dell'art. 6 del Regolamento emittenti EGM, il collegio sindacale – oltre ai compiti di legge – nell'elaborare la proposta motivata relativa all'incarico di revisione legale, tiene debito conto del fatto che l'emittente sarà ammesso in un sistema multilaterale di negoziazione aperto al pubblico, rilascia apposita dichiarazione sia ai fini dell'ammissione, che in occasione di conferimento dell'incarico ad altro revisore legale o altra società di revisione legale, anche a seguito di cessazione anticipata dell'incarico di revisione legale. Tale dichiarazione è rilasciata anche laddove l'incarico sia già stato conferito prima di avviare il procedimento di ammissione.

¹³⁶ In questo modo reputo verrebbe rispettato l'obbligo previsto dall'art. 2086 c.c. da parte dell'imprenditore collettivo di dotarsi di assetti organizzativi adeguati, regola da correlare alla natura ed alle dimensioni dell'impresa.

¹³⁷ Sul punto è solo richiesto che il bilancio (o il rendiconto annuale) debba in ogni caso evidenziare ogni operazione con parti correlate, che sia stata precedentemente pubblicata in base al Regolamento, nonché specificare l'identità della parte correlata e il controvalore dell'operazione.

In ogni caso, ritengo che le valutazioni presentate sulla s.r.l. aperta (certamente problematiche, in quanto allo stato non ancorate ad un dato normativo chiaro e definito) non dovrebbero essere affrontate e “risolte” – in attesa di ulteriori prese di posizione da parte del legislatore – solo attraverso rimandi da un tipo societario all’altro, quanto, piuttosto, facendo riferimento alla disciplina dei mercati finanziari, questa sì effettivamente transtipica¹³⁸. A ben vedere, i principi dei mercati finanziari meglio di altri possono garantire criteri precisi anche nella s.r.l. aperta evitando che taluni soci possano – tra l’altro – portare intralci ed ostacoli nella conduzione dell’impresa. Ovviamente, detta prospettiva appare incompatibile con l’applicazione di certune regole specifiche della s.r.l., che consentono ai soci di minoranza importanti diritti di controllo e di intervento¹³⁹.

D’altro canto, in considerazione della particolare tutela che la disciplina dei mercati finanziari prevede per il funzionamento del mercato e per gli investitori, non può non osservarsi come essa sia rivolta a tutte le società “aperte”, a prescindere dal tipo statutariamente prescelto. E, laddove il legislatore volesse approvare regole di carattere “interpretativo” in tal senso, detti provvedimenti comporterebbero certamente meno complicazioni rispetto a quelli necessari per intervenire sulla struttura della s.r.l. immaginata dalla riforma del 2003.

In definitiva, mi pare che l’applicazione della disciplina dei mercati finanziari conseguente allo svolgimento di un appello al pubblico risparmio (e, quando questa non fosse sufficiente, di quella prevista dai Regolamenti del mercato, di crescita per le PMI nel nostro caso) possa “riempire” di contenuti giuridici il vuoto normativo che contraddistingue, oggi, la s.r.l. aperta.

10.1. (Segue). Quote di s.r.l. e azioni: identità funzionale o solo affinità strutturale?

La facoltà di dematerializzare le quote di s.r.l., introdotta dalla legge capitali, ha quasi azzerato le differenze pratiche che le separavano dalle azioni di s.p.a., quanto meno sotto il profilo della forma e della circolazione.

Già prima della legge 5 marzo 2024, n. 21 il divario risultava in realtà molto ridotto, poiché la s.r.l. “aperta” poteva emettere partecipazioni standardizzate, frazionate in unità omogenee. In particolare, la deroga al divieto di offerta al pubblico prevista dall’art. 2468, comma 1, c.c. per le s.r.l. PMI, unita alla facoltà di istituire categorie di quote dotate di diritti differenziati, era già idonea a essere letta come apertura verso categorie di quote oggettivizzate e standardizzate, modellate sul paradigma azionario della s.p.a. Anche per dette motivazioni, autorevole dottrina si era espressa nel 2019 riconoscendo una vera e propria “rottura del sistema”, evidenziando come «*dal punto di vista societario la distinzione tra s.r.l. e s.p.a. come tradizionalmente la conosciamo non regge più*»¹⁴⁰.

¹³⁸ Cfr. BRIZZI, *S.r.l. PMI e offerta al pubblico*, cit., 109 s.

¹³⁹ Si veda anche quanto esposto al cap. I, § 4.2.

¹⁴⁰ Così PRESTI, *Vent’anni vissuti pericolosamente. TUF e codice civile: una convivenza difficile*, in AGE, 2019, 488.

D'altro canto, prima degli interventi legislativi iniziati con il d.l. 18 ottobre 2012, n. 179, si riteneva che gli elementi identificativi minimi della s.r.l. fossero da individuarsi nella responsabilità limitata (art. 2462, comma 1, c.c.), nell'assenza di partecipazioni dotate di forma azionaria e nell'impossibilità di ricorrere al capitale di rischio (art. 2468, comma 1, parte II, c.c.)¹⁴¹. Posto che l'ultimo aspetto era già venuto meno a seguito degli interventi normativi approvati dal 2012 in poi, oggi con la legge capitali – considerato che le s.r.l. PMI possono vedere trasferite le (categorie di) quote tramite modalità scritturali con rinvio alla disciplina della gestione accentrata di strumenti finanziari – appare evidente come forse non abbia più alcun significato il divieto posto alle s.r.l. di emettere titoli azionari, previsto dalla prima parte del comma 1 dell'art. 2468 c.c.¹⁴². Il comma in questione, infatti, recita che «*le partecipazioni dei soci non possono essere rappresentate da azioni né costituire oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari*»: mi chiedo infatti se il legislatore, che già è intervenuto con una disposizione normativa volta a superare la seconda parte del comma per le s.r.l. aperte, non possa intervenire anche sulla prima, quantomeno chiarendo quali siano le differenze (se vi sono) tra detti titoli.

In tale prospettiva, si ravvisa come – analogamente a quanto avviene per le azioni – anche le quote possono circolare con modalità digitali ai sensi del d.l. 17 marzo 2023, n. 25 (c.d. “decreto *Fintech*”)¹⁴³. Si tratta di una normativa che introduce modalità innovative per il trasferimento delle partecipazioni societarie attraverso tecnologie digitali, come la *blockchain* e i registri distribuiti (DLT – *Distributed Ledger Technology*), il tutto al fine di favorire la digitalizzazione delle operazioni societarie e la loro trasparenza¹⁴⁴. Il decreto, infatti, consente il trasferimento delle partecipazioni (e quindi anche quote di s.r.l.) tramite particolari piattaforme tecnologiche, garantendo sicurezza e tracciabilità nelle transazioni, nonché la gestione e la registrazione delle stesse in formato digitale, superando quindi l'uso dei tradizionali libri sociali. In aggiunta, viene meglio specificata e regolata la c.d. *Initial Coin Offering* (ICO), ovvero un'innovativa operazione che consente la raccolta di fondi a fronte dell'emissione dei c.d. *token* e, per quel che in questa sede interessa, rappresentativi appunto

¹⁴¹ Cfr. ZANARONE, *Introduzione alla nuova società a responsabilità limitata*, in *Riv. soc.*, 2003, 89 s.; ID., *Artt. 2462-2474, Della società a responsabilità limitata*, in *Commentario al Codice Civile*, fondato da Schlesinger e diretto da Busnelli, Milano, 2010, 55 ss.

¹⁴² Prima della legge capitali si era espresso in tal senso BENAZZO, *Categorie di quote, diritti di voto e governance nella “nuovissima” s.r.l.*, cit., 632 ss.

¹⁴³ Il decreto *Fintech* è stato approvato al fine di adeguare l'ordinamento italiano al regolamento (UE) 2022/858 (c.d. “*DLT Pilot Regime*”), che istituisce a livello europeo un regime sperimentale per le infrastrutture di mercato basate sulla *Distributed Ledger Technology* (DLT), ovvero prevedendo la “tokenizzazione” degli strumenti finanziari. Il Governo è intervenuto con la decretazione d'urgenza al fine di evitare che gli operatori del mercato in Italia si trovassero in una situazione di svantaggio competitivo nei confronti degli operatori di altri Stati membri. Evidentemente, il decreto rappresenta un passo significativo nella modernizzazione del diritto societario in Italia, rendendo le imprese più competitive e allineate alle sfide della *digital economy*. Sul tema, v. CORSO, *La s.r.l. aperta al mercato tra crowdfunding e sperimentazione di nuovi ambienti digitali*, cit., 119 ss.

¹⁴⁴ La *blockchain*, come noto, rappresenta il modello di riferimento principale delle DLT (art. 8-ter, legge n. 12/2019).

di partecipazioni della s.r.l.¹⁴⁵. Tra l'altro, il decreto consente l'utilizzo di *smart contract* per automatizzare le operazioni di trasferimento delle quote, migliorando pertanto l'affidabilità dell'ICO e riducendo il rischio di errori¹⁴⁶.

Trattasi di una forma con cui le quote di partecipazione in s.r.l. possono costituire oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari, nelle forme "anche" diverse dal *crowdfunding*, alla luce di quanto disciplinato dall'art. 100-ter, comma 1, T.U.F. Al riguardo, pur rinviando alle osservazioni già presentate *supra*, si evidenzia come anche detta forma di "apertura" della s.r.l. corrobori la possibilità che l'offerta al pubblico delle quote possa avvenire in modi diversi, proprio perché - a seguito delle disposizioni di cui si è dato conto - non è possibile ravvisare una sostanziale differenza tra quote e azioni; a maggior ragione, non avrebbe senso limitare la facoltà che l'offerta al pubblico possa essere attuata per mezzo della quotazione della s.r.l. in un mercato di crescita per le PMI.

Forse, l'unica differenza che sembra permasta tra quote ed azioni andrebbe individuata nella sopravvivenza di un elemento personalistico caratterizzante la quota, quasi fosse una forma di riconoscimento del ruolo del socio di controllo.

In effetti, pensando alla quotazione della s.r.l. nel mercato di crescita per le PMI *Euronext Growth Milan*, ben potrebbero immaginarsi quote standardizzate immesse nel flottante a fianco di quote non sul mercato nelle quali emerge (e si riconosce) più marcatamente il ruolo del socio-imprenditore, trattandosi di categorie diverse¹⁴⁷; anzi, in considerazione del flottante ridotto (generalmente nell'ordine del 10% per *round* di IPO) previsto nel mercato

¹⁴⁵ Sul punto v. SANDEI, *Initial coin offering* e appello al pubblico risparmio, in *Diritto del Fintech*, a cura di Cian e Sandei, Milano, 2020, 277. Per una ricostruzione del fenomeno delle ICO v. GIUDICI, *ICO e diritto dei mercati finanziari: la prima sentenza americana*, in *Società*, 2019, 61 ss.; PIRANI, *Gli strumenti della finanza disintermediata: Initial Coin Offering e blockchain*, in *AGE*, 2019, 332 ss.; DELL'ERBA, *Initial Coin Offering. A Primer. The First Response of Regulatory Authorities*, in *NYU J. of law & business*, 14(3) (2018), 1110 ss. Infine, per valutazioni di carattere comparatistico tra ordinamenti USA e UE v. MAUME-FROMBERGER, *Regulation of Initial Coin Offerings: Reconciling US and EU Securities Laws*, in *Chicago Journal of Int. law*, 2019, 19, 2, 501 ss.

¹⁴⁶ Viene peraltro garantita anche la conformità legale attraverso la certificazione notarile digitale.

¹⁴⁷ Si è già specificato di come il concetto di "categoria" si caratterizzi per la c.d. "standardizzazione" delle partecipazioni all'interno, appunto, della medesima categoria. Nell'ambito delle s.r.l. - mancando una norma che, analogamente a quanto avviene nelle s.p.a., dispone l'uguaglianza del valore nominale di tutte le partecipazioni sociali - si ritiene ammissibile la configurazione sia di categorie di quote "standardizzate", che si connotano per l'uguaglianza della misura delle quote e dei diritti che esse attribuiscono, sia di categorie di quote "non standardizzate", caratterizzate invece solo dalla uguaglianza (e dalla "spersonalizzazione") dei diritti diversi che esse attribuiscono ai loro titolari. Entrambe le quote sono ammissibili negli statuti della s.r.l., quantomeno alla luce della lettera dell'art. 26, comma 2, d.l. n. 179/2012, che riproduce quasi testualmente il dettato dell'art. 2348 c.c. in tema di categorie di azioni, richiamando così le nozioni giuridiche che caratterizzano tale istituto. D'altro canto, la mera facoltà di attribuire alle partecipazioni sociali "diritti diversi" non avrebbe richiesto necessariamente l'utilizzo del concetto di "categoria", che implica evidentemente un connotato ulteriore, consistente appunto nella standardizzazione delle partecipazioni alle quali vengono attribuiti i diritti diversi. Ad ogni modo nel primo caso di quote standardizzate, lo statuto deve determinare non solo i diritti spettanti alle quote di ciascuna categoria, ma anche la loro misura e il loro numero. Nella seconda ipotesi, invece, il numero e la misura delle quote di categoria non dovranno essere determinate nello statuto della s.r.l., considerato che dette determinazioni sono ovviamente rimesse alle vicende circolatorie poste in essere tra i soci, nel rispetto degli eventuali limiti statuari in tema di trasferimento. Cfr. CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, *Nozione di categorie di quote di s.r.l. PMI (art. 26, comma 2, d.l. 179/2012; art. 2468 c.c.; 2348 c.c.)*, massima 27 novembre 2018, n. 171.

EGM, parrebbe che questa impostazione si concili con la struttura della PMI, certamente diversa da quella che potrebbe avere una grande impresa ad azionariato diffuso (e magari avente i requisiti della *public company*)¹⁴⁸.

Tra l'altro, a conferma della difficoltà nel ravvisare differenze tra quote e azioni (il che non significa che non ve siano tra s.r.l. ed s.p.a.), sempre la legge capitali ha reintrodotta l'obbligatorietà della tenuta del libro soci per le s.r.l. PMI che si avvalgono del regime di circolazione accentrato delle quote dematerializzate.

In ogni caso, appurata la pressoché totale assimilazione tra quote e azioni, la previsione nel Regolamento EGM di talune disposizioni in cui si accenna ad operazioni sui titoli azionari e non sulle quote (sebbene mai si faccia riferimento alla quotazione prevista per le sole s.p.a.) porterebbe a far propendere per una lettura "aperta", in base alla quale oggi, in Italia, non possa essere precluso l'accesso delle s.r.l. al mercato di crescita per le PMI.

Ad ogni modo, il pieno potenziale dell'EGM potrà realizzarsi soltanto se il legislatore europeo e italiano riusciranno ad implementare con decisione anche interventi normativi diretti a rendere la quotazione economicamente sostenibile per le PMI, il tutto al fine - tra l'altro - di evitare alti costi di *compliance*, spesso sproporzionati rispetto alle dimensioni delle PMI (a maggior ragione se s.r.l.).

¹⁴⁸La dottrina è concorde nel ritenere ammissibile la coesistenza di quote "individuali" e di categoria, ovvero una categorizzazione parziale del capitale sociale. Sul punto v. MALTONI-SPADA, *L'impresa start-up innovativa costituita in società a responsabilità limitata*, in *Riv. not.*, 2013, 1, 1122; COSSU, *Le Start up innovative in forma di società a responsabilità limitata. Profili privatistici*, in *Società, banche e crisi d'impresa*, Liber amicorum Pietro Abbadessa, diretto da Campobasso-Cariello-Di Cataldo-Guerrera-Sciarrone Alibrandi, I, Torino, 2014, 1720 s.; MALTONI, *La Srl start-up innovativa*, in *Le nuove Srl. Aspetti sistematici e soluzioni operative*, Quaderni della Fondazione del Notariato, 2014, 1, 195; GUIZZARDI, *L'impresa start up innovativa costituita in forma di s.r.l.*, cit., 565 s. Si veda, inoltre, OSSERVATORIO SUL DIRITTO SOCIETARIO DEL CONSIGLIO NOTARILE DEI DISTRETTI RIUNITI DI FIRENZE, PISTOIA E PRATO, *Massima n. 38 - Start up innovativa e costituzione*, 2014, disponibile su www.consiglionotarilefirenze.it.