

# Le s.r.l. aperte al mercato tra *crowdfunding* e sperimentazione di nuovi ambienti digitali

## “S.r.l.” and financial markets: a new path between *crowdfunding* and new digital ecosystems

Silvia Corso \*, Aldo Laudonio \*\*

---

### ABSTRACT:

Il contributo indaga le conseguenze dell'estensione a tutte le s.r.l. della possibilità di offerta al pubblico delle quote e si interroga sull'attuale significato dell'espressione “s.r.l. aperta” e sulla rilevanza che tale categoria assume in funzione dell'individuazione di uno statuto normativo differenziato, articolato lungo l'intersezione tra norme di diritto societario e norme di diritto dei mercati. Lo scritto rileva in particolare la mancanza di raccordo tra la disciplina codicistica della società a responsabilità limitata, che continua ad ignorare la variante “aperta” della s.r.l., e la disciplina contenuta nella legislazione speciale che individua un primo embrionale statuto normativo della s.r.l. come emittente strumenti finanziari destinati al mercato. Dall'analisi della disciplina positiva – ed in particolare dei regimi alternativi di emissione e di circolazione intermediata, dematerializzata, e ora digitale – emerge l'inadeguatezza di tale statuto, ancora caratterizzato da lacune e incongruenze che possono trovare rimedio solo parziale attraverso l'eterointegrazione con la disciplina di diritto dei mercati dedicata agli emittenti PMI. Peraltro, data la varietà e la singolarità degli ambienti di negoziazione accessibili alle s.r.l. (piattaforme di *crowdfunding*, mercati di crescita e ora infrastrutture di mercato DLT), è concreto il rischio che, in assenza di un coordinamento e di uno statuto comune, la frammentazione e la segmentazione della disciplina producano una moltiplicazione di statuti normativi speciali e convenzionali con possibile disorientamento degli investitori.

---

\* Professoressa associata di diritto commerciale, Università degli Studi di Cagliari; e-mail: [silviacorso@unica.it](mailto:silviacorso@unica.it).

\*\* Professore associato di diritto commerciale, Università degli Studi “Magna Græcia” di Catanzaro; e-mail: [aldo.laudonio@unicz.it](mailto:aldo.laudonio@unicz.it). Lo scritto costituisce la rielaborazione, con le integrazioni e l'arricchimento dell'apparato bibliografico, delle relazioni svolte dagli Autori al seminario *online* organizzato il 27 ottobre 2023 da questa *Rivista* dal titolo *Le s.r.l. aperte nella recente legislazione speciale: uno sguardo nel vaso di Pandora*. Benché il testo sia frutto di una riflessione congiunta, sono da attribuire alla prof.ssa Silvia Corso i paragrafi da 1 a 4 ed al prof. Aldo Laudonio i paragrafi da 5 a 7. Il paragrafo 8 è frutto del lavoro di entrambi gli Autori.

*This article focuses on the possibility for s.r.l. to offer their shares on capital markets and inquires the scope of this innovation in the perspective to identify a different regime for “s.r.l. aperte” along the intersection between corporate law and financial markets legislation. The essay highlights the lack of connection between the discipline of s.r.l. in the civil code – which ignores the possibility for s.r.l. to offer their shares to the public – and the financial markets regulation, which contains a first embryonic regime for limited liability companies as issuers of financial instruments on capital markets. The analysis of corporate law rules regarding emission and trading of shares (intermediated, dematerialized and digital regimes) shows that actual provisions are characterized by gaps and inconsistencies, which can only be partially remedied through the integration with financial markets legislation dedicated to SME issuers. Furthermore, given the variety and uniqueness of trading venues accessible to s.r.l. (i.e. crowdfunding platforms, SMEs’ growth markets and now DLT market infrastructures), there is a real risk that, in the absence of a common framework, fragmentation and segmentation of discipline will produce a proliferation of special statutes susceptible to foster disorientation among investors.*

---

#### SOMMARIO:

1. L’apertura al mercato delle s.r.l.: un complesso itinerario normativo. – 2. La “s.r.l. aperta” in contrapposizione alla “s.r.l. chiusa”: la scomparsa di un tratto identitario del tipo? – 3. Le s.r.l. aperte nel prisma della categoria delle società aperte che ricorrono al mercato. – 4. S.r.l. aperte e categorie di quote: la standardizzazione delle quote tra possibilità e necessità. – 5.1. I regimi alternativi di circolazione delle quote: l’emissione e la circolazione su registri DLT tra sperimentazione europea ed italiana. – 5.2. La circolazione digitale dei titoli di debito ai sensi del d.l. n. 25/2023. – 5.3. Cenni alla possibile digitalizzazione delle quote di partecipazione. – 6. La circolazione delle quote di s.r.l.-PMI in regime di dematerializzazione prevista nella legge “capitali”. – 7. Alla ricerca di un sistema dietro i diversi regimi alternativi di circolazione delle s.r.l. – 8. Uno sguardo al futuro: quale fisionomia per la s.r.l. come nuovo emittente digitale?

### *1. L’apertura al mercato delle s.r.l.: un complesso itinerario normativo.*

Il processo di graduale avvicinamento delle s.r.l. ai mercati dei capitali, iniziato timidamente con la riforma del diritto societario del 2003<sup>1</sup>, ha visto un’improvvisa accelerazione nell’ultimo decennio grazie alla progressiva estensione a tutte le s.r.l. di soluzioni inizialmente pensate per specifiche varianti del tipo societario. L’idea originaria di incentivare, attraverso nuovi canali di raccolta dei capitali, l’accesso al mercato di una particolare tipologia di imprese caratterizzate

---

<sup>1</sup> Ci si riferisce all’introduzione della possibilità per la s.r.l. di emettere titoli di debito destinati alla sottoscrizione di investitori professionali e quindi alla sollecitazione indiretta del pubblico risparmio mediata dall’intervento e dalla garanzia di un investitore professionale soggetto a vigilanza prudenziale (art. 2483 c.c. e v. ora le modifiche introdotte dalla legge recante “Interventi a sostegno della competitività dei capitali”, l. 5 marzo 2024, n. 21).

dall'innovatività del loro oggetto sociale ha infatti ceduto il passo ad un più ampio progetto rivolto a favorire *tout court* il finanziamento sul mercato delle piccole e medie imprese, senza specifico riguardo alla natura dell'attività svolta<sup>2</sup>.

Sul piano del diritto societario le innovazioni hanno avuto un considerevole impatto sistematico, in quanto la possibilità, prima riservata alle sole *start-up* e PMI innovative in forma di s.r.l. e in un secondo momento estesa a tutte le s.r.l. piccole e medie imprese, di offrire al pubblico le quote anche attraverso i portali di *crowdfunding* ha rappresentato – di là dalla individuazione delle modalità e dell'intensità di siffatta “apertura” – una assoluta novità per un tipo societario tradizionalmente vocato ad iniziative imprenditoriali provenienti da un gruppo chiuso e ristretto di soci.

La chiusura al mercato e il posizionamento del tipo società a responsabilità limitata all'interno della classe delle società chiuse avevano infatti costituito, sino alla vigilia della stagione legislativa che ha preso avvio con il d.l. n. 179/2012 in tema di *start-up* innovative, una vera e propria cifra distintiva della s.r.l. rispetto al tipo azionario<sup>3</sup>.

All'indomani della riforma del diritto delle società di capitali era infatti ancora possibile rintracciare all'interno del tipo della s.r.l. una serie di capisaldi invalica-

---

<sup>2</sup> In Italia, come è noto, la possibilità di reperire capitali di rischio – e successivamente anche capitali di debito – attraverso i portali di *crowdfunding* è stata dapprima introdotta per le *start-up* (d.l. n. 179/2012 conv. in l. n. 221/2012) e per le PMI innovative (d.l. n. 3/2015 conv. in l. n. 33/2015) e successivamente estesa a tutte le PMI (anche non innovative) con il d.l. n. 50/2017 (conv. in l. n. 96/2017). A livello europeo, il sostegno all'accesso ai mercati ed ai finanziamenti per le piccole e medie imprese è stato designato quale obiettivo della politica europea sin dalla Carta Europea per le Piccole Imprese ed è stato poi oggetto nel tempo di plurimi documenti di *soft law* europei e di testi normativi senza che tuttavia si possa rintracciare un saldo nesso di consequenzialità tra gli indirizzi d'intervento declinati dal legislatore europeo e la successione di riforme attuate in Italia.

<sup>3</sup> Sulle origini del tipo della società a responsabilità limitata e sulla progressiva evoluzione del modello nella legislazione più recente, cfr. M. STELLA RICHTER jr, *La società a responsabilità limitata dalle codificazioni dell'Ottocento al Codice della crisi d'impresa*, in *Riv. soc.*, 2019, 645 ss., ove anche ampi riferimenti comparatistici. Nonostante la diffusa sottolineatura della duttilità del tipo, contrapposta alla minore versatilità del tipo azionario, la chiusura al mercato e la tendenziale ristrettezza della compagine sociale sono sempre state individuate come elementi distintivi della s.r.l. rispetto alla s.p.a. (v., per tutti, G.C.M. RIVOLTA, *La società a responsabilità limitata*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, diretto da A. CICU, F. MESSINEO, Milano, Giuffrè, 1982, 4 ss.; G. SANTINI, *Della società a responsabilità limitata (artt. 2472-2497-bis)*, in *Commentario del codice civile Scialoja-Branca*, Bologna-Roma, Zanichelli, 1992, 12. Successivamente alla riforma del diritto societario v. P. SPADA, *Classi e tipi di società dopo la riforma organica (guardando alla «nuova» società a responsabilità limitata)*, in *Riv. dir. civ.*, 2003, I, 494; O. CAGNASSO, *La società a responsabilità limitata*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. COTTINO, V, 1, Padova, Cedam, 2007, 16; G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata. Introduzione*, in *Il Codice civile. Commentario*, diretto da P. SCHLESINGER, I, Milano, Giuffrè, 2010, 116 ss.).

bili da parte dell'autonomia statutaria<sup>4</sup>. In particolare, sotto il profilo qui considerato, il carattere chiuso del modello si esprimeva a livello normativo attraverso il duplice divieto contenuto nell'art. 2468 c.c., che impediva, da un lato, la rappresentazione in forma cartolare delle quote e, dall'altro lato, la loro offerta al pubblico sotto forma di prodotti finanziari<sup>5</sup>.

In questo senso la deroga al divieto di offerta al pubblico delle quote, introdotta dapprima con la disciplina di agevolazione dedicata alle imprese innovative e successivamente estesa alle s.r.l.-PMI, ha segnato l'indubbio affievolimento di uno dei principali elementi di distinzione tra i due tipi societari capitalistici, determinando l'esigenza di un ripensamento del confine tipologico tra s.p.a. ed s.r.l.<sup>6</sup>.

L'evoluzione normativa sembra aver trovato un punto di approdo nella legislazione più recente, la quale, pur senza sconfessare l'iniziale approccio volto a preservare almeno formalmente il divieto di appello al mercato di cui all'art. 2468 c.c., estende a tutte le s.r.l. – a prescindere da soglie e limiti dimensionali – la possibilità di offrire al pubblico le quote in deroga al divieto codicistico<sup>7</sup>.

La previsione speciale derogatoria è collocata, similmente a quanto avvenuto in precedenza con la legislazione in tema di *start-up* e PMI innovative, al di fuori

---

<sup>4</sup> Così G. ZANARONE, *La s.r.l. A vent'anni dalla riforma del diritto societario*, Milano, Giuffrè, 2023, 22 s.

<sup>5</sup> Com'è noto, accanto al risalente divieto di emissione delle quote in forma di azioni, la riforma del 2003 aveva esplicitato il divieto per la s.r.l. di promuovere una sollecitazione all'investimento avente ad oggetto le proprie quote, divieto sostituito nel 2007 (art. 5 d.lgs. n. 51/2007) con quello di effettuare l'offerta al pubblico delle quote come prodotti finanziari. La previsione del duplice divieto non è infrequente a livello europeo, anche se molti Paesi non esplicitano il divieto di offerta al pubblico delle quote, limitandosi a prevedere il divieto di rappresentazione delle quote in titoli di credito oppure a precisare che le quote non possono essere considerate valori mobiliari (per una puntuale disamina del panorama comparatistico v. P. AGSTNER, *Le s.r.l. aperte: uno sguardo comparatistico*, in questa *Rivista*, 2024 (consultato in bozze per cortesia dell'Autore).

<sup>6</sup> In questo senso v., *ex multis*, M. CIAN, *S.r.l. PMI, s.r.l., s.p.a.: schemi argomentativi per una ri-costruzione del sistema*, in *Riv. soc.*, 2018, 818 ss.; P. 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.-P.M.I. aperta?*, in *Riv. soc.*, 2018, 1450 ss.; O. CAGNASSO, *Profili organizzativi e disciplina applicabile alla s.r.l. P.M.I.*, in *NDS*, 2018, 915 ss.; N. ABRIANI, *La struttura finanziaria della società a responsabilità limitata*, in *Riv. dir. soc.*, 2019, 524; A.D. SCANO, *Il "tipo"*, in *Le società a responsabilità limitata*, a cura di C. IBBA, G. MARASÀ, I, Milano, Giuffrè, 2020, 76 ss.; D. DE FILIPPIS, *S.r.l. PMI «aperta» (quote finanziarie, raccolta di capitale, crowdfunding)*, in *Trattato delle società*, diretto da V. DONATIVI, III, Milano, Utet, 2022, 885 ss.

<sup>7</sup> Cfr. l'attuale formulazione dell'art. 100-ter t.u.f., la quale, a seguito delle modifiche apportate con il d.lgs. n. 30/2023 (in attuazione del regolamento europeo 2020/1503/UE in tema di fornitori di servizi di *crowdfunding*), stabilisce che «in deroga a quanto previsto dall'art. 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».

del codice civile e precisamente all'interno del Testo unico in materia di intermediazione finanziaria, nel testo novellato dell'art. 100-ter t.u.f. che contiene la disciplina delle offerte al pubblico tramite piattaforme di *crowdfunding*.

Questa novella, pur in parte necessitata dall'esigenza di attuare la delega per il recepimento del regolamento europeo in tema di fornitori di servizi di *crowdfunding*<sup>8</sup>, ha una portata non limitata alle offerte di *crowdfunding*, in quanto l'estensione della possibilità di offerta al pubblico delle quote riguarda *anche* (non soltanto) i canali di raccolta rappresentati dalle piattaforme di *crowdfunding*<sup>9</sup>.

La generalizzazione della deroga alle s.r.l. *tout court* appare condivisibile, in quanto è difficile giustificare la riserva alle sole PMI dell'accesso alle piattaforme di *crowdfunding*, una volta preso atto che la disciplina ha perso l'originario carattere di normativa di agevolazione per le imprese con oggetto sociale innovativo<sup>10</sup>.

D'altra parte, precludere alle s.r.l. che superino le soglie di PMI la possibilità di offrire al pubblico le quote appare incoerente con l'obiettivo di favorire la crescita delle piccole e medie imprese, in quanto finisce per imporre a queste ultime, qualora intendano proseguire la raccolta nei mercati dei capitali, il costo della trasformazione in società per azioni<sup>11</sup>.

Nessun riferimento a limiti dimensionali è poi contenuto nel regolamento europeo sul *crowdfunding*, anche se dalla lettura dei considerando traspare la natura-

---

<sup>8</sup> L'adeguamento della normativa interna al regolamento (UE) 7 ottobre 2020 n. 1503, relativo ai fornitori europei di servizi di *crowdfunding* per le imprese (d'ora in poi "regolamento europeo *crowdfunding*"), si è reso necessario in quanto la disciplina europea contiene requisiti uniformi per l'autorizzazione, l'organizzazione e il funzionamento delle piattaforme di *crowdfunding* al fine di agevolare la prestazione transfrontaliera dei servizi ed occorre pertanto eliminare le previsioni nazionali incompatibili con il regime europeo. In proposito sia consentito il rinvio a S. CORSO, *Il regolamento europeo sui fornitori dei servizi di crowdfunding: prime considerazioni*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2021, 503 e cfr., altresì, P. SPOLAORE, *S.R.L. e offerta al «pubblico» di partecipazioni sociali*, Milano, Giuffrè, 2022, 32 ss.

<sup>9</sup> Va ricordato peraltro che tale circostanza non costituisce una novità del d.lgs. n. 30/2023, in quanto anche prima della novella si riteneva che la deroga al divieto codicistico di offerta al pubblico delle quote consentisse agli emittenti PMI in forma di s.r.l. di ricorrere a diverse modalità di offerta: «esclusivamente su un portale; esclusivamente mediante canali tradizionali; congiuntamente mediante ricorso ad entrambe le tecniche» (così, N. CIOCCA, A. GUACCERO, *La raccolta di capitale di rischio delle P.M.I. attraverso i canali tradizionali*, in *Start up e P.M.I. innovative*, diretto da O. CAGNASSO, A. MAMBRIANI, Bologna, Zanichelli, 2020, 854). A seguito della novella del 2023 v., per la diversa proposta di un'interpretazione correttiva dell'art. 100-ter t.u.f. volta a restringere l'offerta al pubblico delle quote alle "sole" piattaforme di *crowdfunding*, P. SPOLAORE, *La partecipazione in s.r.l. tra crowdfunding e dematerializzazione*, in questa *Rivista*, 2024 (consultato in bozze per cortesia dell'Autore).

<sup>10</sup> Com'è noto, a seguito delle modifiche apportate dal d.lgs. n. 50/2017 al d.l. n. 179/2012 in tema di *start-up innovative*, la relativa disciplina ha visto parzialmente esteso il suo ambito di applicazione a tutte le PMI ed in particolare alle PMI che adottano la forma di s.r.l.

<sup>11</sup> In questo senso v. anche F. BRIZZI, *Offerta al pubblico e circolazione delle quote in seguito alla novella dell'art. 100-ter t.u.f.: prime riflessioni*, in questa *Rivista*, 2023, 908.

le vocazione del *crowdfunding* a costituire «una forma di finanza alternativa per le *start-up* e per le piccole e medie imprese (PMI)» e in quest’ottica si comprende l’interesse del legislatore europeo a dettare regole uniformi per questo particolare canale di raccolta dei capitali nella cornice della *Capital Market Union*<sup>12</sup>.

Nel definire il perimetro di applicazione del regolamento si è avuto riguardo non tanto alla *dimensione* o alla *forma* giuridica delle società emittenti, quanto piuttosto alla tipologia di *strumenti* suscettibili di essere offerti nelle piattaforme *on line*. In particolare, rispetto all’iniziale proposta di limitare l’offerta ai soli investimenti connessi a valori mobiliari, si è giunti nel testo definitivo ad accogliere la tesi più permissiva favorevole a consentire l’offerta anche di «altri strumenti» – diversi dai valori mobiliari – purché liberamente trasferibili sui mercati dei capitali<sup>13</sup>.

La s.r.l. costituisce il tipo societario adottato in misura largamente prevalente dalle imprese che accedono alle piattaforme di *crowdfunding* ed appare quindi in linea con la tipologia della realtà la scelta del legislatore domestico di focalizzare l’attenzione su tale modello per consentire alle imprese lo sfruttamento delle opportunità connesse all’accesso a tali canali alternativi di finanziamento<sup>14</sup>.

---

<sup>12</sup> Cfr. il primo considerando del regolamento europeo *crowdfunding*. Occorre ad ogni modo segnalare che le istituzioni europee hanno tardivamente integrato il *crowdfunding* nelle proprie politiche: esso, quale canale di finanziamento per le imprese di minori dimensione, ad esempio, non è contemplato né nello *Small Business Act* (COM(2008) 394 *final*), né nella comunicazione della Commissione (COM(2010) 2020) sulla strategia per una crescita intelligente, sostenibile e inclusiva. La rimozione delle barriere giuridiche all’espansione transfrontaliera dell’*equity-based crowdfunding* è stata oggetto di un primo approccio solo nella comunicazione *Sfruttare il potenziale del crowdfunding nell’Unione europea*, COM(2014) 172 *final*. Cfr., al riguardo, A. LAUDONIO, *Equity-based crowdfunding: la protezione degli investitori nel prisma delle legislazioni europee e latino-americane*, in *Riv. soc.*, 2019, 1242.

<sup>13</sup> Cfr., rispettivamente, l’11 considerando della proposta di regolamento del 27 marzo 2019 (7743/2019) e il 13 considerando del testo definitivo del regolamento approvato. Quest’ultimo individua tra gli altri «strumenti ammessi a fini di *crowdfunding*», che possono formare oggetto di offerta sui portali, le «azioni o quote di talune società private a responsabilità limitata». L’espresso riferimento alle *quote* scompare peraltro nell’art. 2, primo comma, lett. n) del regolamento, nel quale vengono menzionate unicamente le «azioni di una società privata a responsabilità limitata che non sono soggette a restrizioni che di fatto ne impedirebbero il trasferimento» (enfasi aggiunte). Si ritiene tuttavia, pressoché unanimemente, che tale riferimento debba ritenersi comprensivo anche delle *quote* di società a responsabilità limitata, in quanto non avrebbe senso interpretare restrittivamente il riferimento alle «azioni», in evidente contrasto con la volontà del legislatore europeo di estendere la raccolta tramite le piattaforme di *crowdfunding* anche a strumenti diversi dai valori mobiliari. Per ulteriori considerazioni sia consentito il rinvio a S. CORSO, (nt. 8), 511 s. e cfr., altresì, F. BRIZZI, (nt. 11), 899 s.; P. SPOLAORE, (nt. 8), 42 ss.; E. FREGONARA, *Le recentissime novità in materia di crowdfunding*, in *NDS*, 2023, 485.

<sup>14</sup> Nella prassi applicativa, come dimostrano i dati raccolti dall’Osservatorio sul *CrowdInvesting* del Politecnico di Milano, la gran parte delle imprese che promuovono campagne di raccolta nei portali *on line* sono *start-up* e PMI innovative, mentre risulta ancora contenuta, seppure in crescita, la percentuale di PMI (non innovative) che hanno utilizzato questo canale alternativo di raccolta dei

Viceversa, non del tutto in sintonia con la *policy* sottostante all'estensione a tutte le s.r.l. dell'offerta al pubblico delle quote, appare l'ultimo degli interventi legislativi che, nell'ottica del sostegno alla competitività dei mercati dei capitali, introduce la possibilità di sottoporre a regime di dematerializzazione le (sole) quote standardizzate di s.r.l.-PMI<sup>15</sup>.

A seguito di tale novità legislativa il regime alternativo di rappresentazione e di circolazione in forma scritturale delle quote viene riservato ad una platea di s.r.l. emittenti (*i.e.* le s.r.l. di piccola e media dimensione) che non coincide con la più ampia platea di s.r.l. legittimate a derogare al divieto di offerta al pubblico delle quote, ai sensi del novellato art. 100-*ter* t.u.f.

L'impressione è che la recente previsione in tema di dematerializzazione facoltativa delle quote, anticipata nel Libro verde del Ministero dell'Economia e delle Finanze del 2022, meritasse un migliore coordinamento con la novella dell'art. 100-*ter* t.u.f., in quanto, sebbene la dematerializzazione non sia necessariamente collegata all'offerta al pubblico delle quote, è innegabile che essa agevoli la sottoscrizione e la successiva circolazione delle partecipazioni nei mercati dei capitali<sup>16</sup>.

È pertanto singolare che il legislatore abbia scelto di riservare tale regime alle sole s.r.l.-PMI, là dove è ormai estesa a *tutte* le s.r.l. non soltanto la possibilità di offrire al pubblico le quote, ma anche di optare, a richiesta del sottoscrittore, per il regime di circolazione "intermediata" di cui all'art. 100-*ter*, secondo comma, t.u.f., previsto come regime alternativo per la circolazione delle quote sottoscritte sui portali di *crowdfunding*<sup>17</sup>.

---

capitali. Cfr., al riguardo, l'ottavo Report italiano sul *CrowdInvesting* del Politecnico di Milano (luglio 2023), dal quale risulta che le imprese protagoniste delle campagne di *crowdfunding* sono, in una percentuale pari al 62% del campione, *start-up* innovative (di cui ben 660 s.r.l. e solo 19 s.p.a.); 132 PMI innovative (pari al 12% del campione, di cui 118 s.r.l. e 13 s.p.a.); 194 PMI (18% del campione, tutte s.r.l. tranne 8 s.p.a.); 93 veicoli di investimento in *start-up* innovative, PMI innovative o altre PMI (8% del campione). La raccolta nelle piattaforme di *crowdfunding* continua pertanto ad essere tuttora appannaggio delle *start-up* e delle PMI innovative (che adottano in larghissima percentuale la forma di s.r.l.), anche se risulta significativamente cresciuta nell'ultimo anno la quota di PMI-s.r.l. (+12%).

<sup>15</sup> Cfr. l'art. 3 della legge rubricata "Interventi a sostegno della competitività dei capitali e delega al Governo per la riforma organica delle disposizioni in materia di mercati dei capitali recate dal testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, e delle disposizioni in materia di società di capitali contenute nel codice civile applicabili anche agli emittenti" (d'ora in poi, legge "capitali"), approvata definitivamente dal Senato il 27 febbraio 2024, che modifica l'art. 26 d.l. n. 179/2012 (conv. in l. n. 221/2012), introducendo i commi 2-*bis*, *ter* e *quater*, in tema di emissione in forma scritturale delle quote di s.r.l.-PMI «aventi eguale valore e conferenti eguali diritti».

<sup>16</sup> Cfr. il Libro Verde del Ministero dell'Economia e delle Finanze, "La competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita", 2022, 32 e la relazione illustrativa agli esiti della consultazione promossa dal MEF (*ivi*, in particolare, alla p. 8 s.), da cui emerge che la dematerializzazione delle quote è percepita come un'opportunità per favorire l'accesso delle s.r.l. ai mercati dei capitali e per consentire la creazione di un mercato secondario delle quote.

<sup>17</sup> Dagli esiti della consultazione sul Libro Verde del MEF, citato *supra*, 8 s., emerge come talu-

Allo stato vi sono quindi diversi regimi *opzionali* di circolazione delle quote alternativi rispetto al regime tradizionale di cui all'art. 2740 c.c., i quali trovano rispettivamente applicazione, l'uno (*i.e.* il regime di circolazione dematerializzata delle quote) nei confronti delle sole quote standardizzate di s.r.l.-PMI e l'altro (*i.e.* la circolazione intermediata di cui all'art. 100-ter, t.u.f.) nei confronti delle quote di s.r.l. – standardizzate o no – previamente sottoscritte sulle piattaforme di *crowdfunding*.

Sembrirebbe invece scongiurato, almeno per il momento, il rischio di un ulteriore incremento della complessità del sistema derivante dall'introduzione di un terzo regime circolatorio basato sulla tecnologia a registri distribuiti (DLT), in quanto la Consob ha ritenuto di non esercitare la facoltà, attribuitale tramite la delega contenuta nel d.l. n. 25/2023 (decreto FinTech), di includere nel regime di sperimentazione relativo agli strumenti finanziari DLT le quote di società a responsabilità limitata<sup>18</sup>.

In questa prima fase gli emittenti in forma di s.r.l. potranno dunque sfruttare solo in parte le possibilità offerte dalle nuove tecnologie digitali, in quanto è consentita loro l'emissione in forma tokenizzata e la circolazione mediante tecnologia a registri distribuiti dei soli titoli di debito, mentre non è prevista la possibilità di "tokenizzare" e di far circolare su registri DLT le quote di partecipazione al capitale di rischio.

## 2. La "s.r.l. aperta" in contrapposizione alla "s.r.l. chiusa": la scomparsa di un tratto identitario del tipo?

Il venir meno, nell'art. 100-ter t.u.f., del riferimento alla qualifica di PMI come condizione per l'accesso delle società a responsabilità limitata alle piattaforme di *crowdfunding* è soluzione che, per quanto non necessitata, si pone in linea con quanto previsto dal regolamento europeo sul *crowdfunding* e, più in generale, con gli obiettivi di sostegno alla crescita delle piccole e medie imprese che mirano a favorirne l'accesso ai mercati dei capitali e ai canali alternativi di finanziamento.

Infatti se, da un lato, il regolamento europeo non impone agli Stati membri di ammettere sui portali di *crowdfunding* le offerte relative a quote di «società private a responsabilità limitata», dall'altro lato esso non circoscrive l'accesso alle piattaforme ad una particolare tipologia di imprese, né tantomeno pone limiti dimensionali alle società offerenti, lasciando invece piena discrezionalità sul punto

---

ni partecipanti abbiano suggerito di adottare il regime di dematerializzazione delle quote *in sostituzione* del regime di circolazione intermediata previsto dall'art. 100-ter t.u.f. e ciò rivela la percezione dei due regimi come aventi un ambito di applicazione tendenzialmente coincidente (cfr. relazione illustrativa e *ivi*, in particolare, nota 23).

<sup>18</sup> Sul punto si rinvia alle considerazioni che saranno svolte *infra* § 5.2.



ai legislatori nazionali, nella consapevolezza dell'esistenza di differenti discipline di diritto societario quanto alla raccolta sui mercati dei capitali da parte dei tipi corrispondenti alla società a responsabilità limitata.

Il panorama comparatistico è al riguardo piuttosto variegato, in quanto, nonostante siano state soprattutto le piccole e medie imprese in forma di società a responsabilità limitata a fare ricorso al *crowdfunding*, nella maggior parte dei Paesi che hanno disciplinato tale canale di raccolta, le s.r.l. sono sottoposte al divieto di offerta al pubblico delle quote ed è previsto altresì il divieto di rappresentazione delle partecipazioni in forma cartolare, con maggiori costi e difficoltà nel reperimento di risorse sui mercati dei capitali<sup>19</sup>.

In questo senso la scelta del legislatore domestico di estendere la possibilità di offerta al pubblico delle quote a tutte le s.r.l. se, per un verso, appare legittima e trova conferma a livello comparatistico in analoghe scelte compiute da altri Paesi<sup>20</sup>, per altro verso, appare discutibile sul piano del metodo, in quanto l'inserimento all'interno del t.u.f. di una previsione così ampia in deroga al diritto comune della s.r.l. avrebbe richiesto un diverso coordinamento con la disciplina codicistica.

La disciplina derogatoria prevista nell'art. 100-ter t.u.f. si pone infatti in antinomia con il divieto di cui all'art. 2468 c.c. e l'antinomia risulta difficilmente risolvibile in via interpretativa, a meno di ritenere implicitamente abrogato il divieto codicistico per sopravvenuto venire meno del suo ambito di applicazione<sup>21</sup>.

L'intervento avrebbe richiesto una riflessione più meditata riguardo al rapporto tra disciplina speciale e diritto comune della s.r.l., in quanto la prima, a dispetto del dichiarato carattere di regime "in deroga", assume un ambito di applicazione tendenzialmente generale e la sua specialità è difforme dalle caratteristiche del tipo societario, a differenza della specialità della disciplina delle s.p.a. quotate, la quale non si pone in contrasto con i tratti tipologici della società per azioni.

Tra i primi commentatori è stata avanzata la proposta, al fine di evitare possibili censure di incostituzionalità per eccesso di delega, di un'interpretazione orto-

---

<sup>19</sup> V., al riguardo, l'ampia analisi comparatistica svolta da P. AGSTNER, (nt. 5). Con riferimento alla soluzione individuata nel Regno Unito per consentire alle *private companies* – sottoposte al divieto di offerta al pubblico delle *shares* – l'accesso alle piattaforme di *crowdfunding*, sia consentito il rinvio a S. CORSO, *Le s.r.l. "aperte" al mercato tra governance societaria e diritti dei soci investitori*, Milano, Giuffrè, 2021, 78 ss.

<sup>20</sup> Cfr., per maggiori dettagli, P. AGSTNER, (nt. 5), 10 ss. (consultato in bozze).

<sup>21</sup> Cfr. le articolate riflessioni sul punto di F. BRIZZI, (nt. 11), 910 s. e *ivi*, in particolare, alla nota 41, il quale ritiene che interpretare la novella dell'art. 100-ter t.u.f. come comportante un'abrogazione implicita del divieto di cui all'art. 2468, primo comma, c.c. esporrebbe il d.lgs. 30/2023 ad una censura di incostituzionalità per eccesso di delega. Secondo un'altra tesi (v. P. SPOLAORE, (nt. 9), 7, bozze), la deroga andrebbe interpretata come circoscritta all'offerta delle quote nelle sole piattaforme di *crowdfunding*, risultando invece tuttora precluso alle s.r.l. l'accesso ad altre sedi di negoziazione.

pedica dell'art. 100-ter t.u.f. volta a conservare al divieto codicistico di offerta al pubblico delle quote il carattere di «connotato tipologico della s.r.l., sia pure di *default*» e alla previsione che lo contiene la valenza di «norma ad inderogabilità relativa»<sup>22</sup>.

Tuttavia, sembra innegabile che, anche là dove si mantenga al divieto *ex art.* 2468 c.c. il carattere di connotato tipologico “naturale” della s.r.l., sancito in una disposizione relativamente inderogabile, si sia ormai azzerata la capacità del divieto di fungere da tratto identitario ovvero da elemento realmente connotante la fisionomia della s.r.l.

In altri termini sembra definitivamente compiuto in relazione alla s.r.l. quel processo di destrutturazione del tipo avviato con la riforma organica del 2003 e proseguito con la legislazione dell'ultimo decennio<sup>23</sup>, con la conseguente necessità di prendere atto dell'esistenza di un modello (ovvero di una forma societaria) “senza tipo”<sup>24</sup>, la cui disciplina può essere articolata dall'autonomia privata intorno alle due varianti della s.r.l. “chiusa” oppure della s.r.l. “aperta”, muovendo dalla comune disciplina codicistica sulla quale si innestano le disposizioni speciali, per lo più a carattere dispositivo e facoltizzante<sup>25</sup>.

Queste ultime andrebbero tuttavia, almeno in parte, ricondotte a sistema all'interno del codice civile e del t.u.f.<sup>26</sup>, al fine di ricomporre un quadro normativo che risulta altrimenti fin troppo frammentato. Del resto, le cause della frammentazione e della conseguente disorganicità della disciplina sono da ricercare essenzial-

---

<sup>22</sup> In questo senso v. F. BRIZZI, (nt. 11), 911 s.

<sup>23</sup> V. le riflessioni particolarmente meditate sul punto di G. ZANARONE, (nt. 4), 20 ss., ma il rilievo è diffuso in dottrina e cfr. infatti, *ex multis*, M. CIAN, *Le start-up innovative a responsabilità limitata: partecipazioni, altri rapporti partecipativi e nuovi confini del tipo*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2014, 1179; M. SPERANZIN, *Piccole e medie imprese tra autonomia statutaria e ibridazione dei tipi (con particolare riferimento alle partecipazioni prive del diritto di voto)*, in *Riv. soc.*, 2018, 335 ss.; O. CAGNASSO, *La s.r.l.: un tipo societario “senza qualità”?*, in *NDS*, 2019, 1250 ss.; S. ROSSI, *S.r.l.-P.M.I.: disciplina del capitale e tipologia delle società*, in *Riv. dir. soc.*, 2019, 530 ss.

<sup>24</sup> Anche prima dell'ultima novella dell'art. 100-ter t.u.f., si era espresso in termini di «forma senza tipo», A.D. SCANO, (nt. 6), 79 e cfr., inoltre, P. BENAZZO, *La s.r.l. start up innovativa*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2014, 128, secondo cui la s.r.l. sarebbe una mera «etichetta» svuotata di gran parte dei suoi profili identitari.

<sup>25</sup> Sulla necessità di abbandonare, in termini anche più generali, la rigida sistematica dei tipi societari in favore della diversa chiave di lettura del modello, anzi dei “modelli”, quali schemi flessibili di disciplina costituiti da norme in larga parte dispositive, v., sia pure con approdi non coincidenti, D. CORAPI, *Appunti sulla riforma del diritto delle società di capitali: dai “tipi” ai “modelli”*, in *Dir. econ.*, 2002, 872; P. SPADA, (nt. 3), 494 ss.; G. ZANARONE, *Il ruolo del tipo societario dopo la riforma*, in *Il nuovo diritto delle società*. Liber Amicorum Gian Franco Campobasso, I, Torino, Utet, 90 s.; P. MONTALENTI, *Le nuove forme organizzative dell'attività economica: il diritto societario dai “tipi” ai “modelli”*, in ID., *Impresa, società di capitali, mercati finanziari*, Torino, Giappichelli, 2017, 61 ss.

<sup>26</sup> Per uno spunto in questo senso v., altresì, F. BRIZZI, (nt. 11), 924 s.

mente nella tecnica legislativa, in quanto la produzione normativa in materia di s.r.l. ha fatto eccessivo ricorso, nell'ultimo decennio, alla decretazione d'urgenza e ad ampi rinvii alla normazione secondaria.

Evidenti, e diffusamente segnalati, sono i rischi che tale *modus procedendi* determina rispetto alla tenuta e alla coerenza complessiva del sistema<sup>27</sup>, in quanto l'estemporaneità degli interventi e la moltiplicazione dei regimi speciali in deroga alla disciplina ordinaria, con contestuale creazione di varianti e sottotipi, rende sempre più complessa l'opera di ricostruzione della disciplina e impegna l'interprete nella faticosa risoluzione di antinomie e lacune, nel tentativo (non facile) di garantire il raccordo con il sistema.

Così, in particolare, potrebbero utilmente trovare spazio nel diritto comune della s.r.l., una volta depurate del riferimento al sottotipo "s.r.l.-PMI", le norme che consentono la creazione di categorie di quote fornite di diritti diversi – tuttora collocate nella legislazione speciale dedicata alle *start-up* innovative e successivamente estesa alle PMI – in quanto esse hanno, a ben vedere, una portata trasversale rispetto alle due varianti della s.r.l. chiusa e della s.r.l. aperta<sup>28</sup>; né, d'altra parte, si pongono in contrasto con il divieto di rappresentazione delle quote in azioni, ove si acceda all'opinione preferibile secondo cui esso non impedisce la standardizzazione delle quote, quanto piuttosto l'applicazione a queste ultime della disciplina cartolare<sup>29</sup>.

Allo stesso modo la previsione relativa alla dematerializzazione facoltativa delle quote, inserita nel d.l. n. 179/2012 in tema di *start-up* innovative, potrebbe trovare più opportuna collocazione all'interno del t.u.f., che già contiene la disciplina relativa alla dematerializzazione delle azioni (artt. 83-*bis* ss.), la quale si applica ora alle quote di s.r.l.-PMI emesse in forma scritturale, in virtù dell'espresso rinvio contenuto nell'art. 26, comma 2-*ter*, d.l. n. 179/2012 in seguito alle modifiche apportate dalla l. n. 21/2024 (d'ora in avanti: legge "Capitali").

Anzi, l'estensione alle quote (previamente standardizzate) della disciplina della dematerializzazione pare confermare vieppiù la correttezza di un'interpretazione restrittiva del divieto di rappresentazione delle stesse in forma cartolare, in quanto esso non ha sinora impedito né la standardizzazione, né l'assoggettamento delle quote al regime di circolazione in gestione accentrata<sup>30</sup>.

---

<sup>27</sup> V., al riguardo, le considerazioni di G. ZANARONE, (nt. 4), 771 ss.

<sup>28</sup> Invero sono stati sottolineati in dottrina gli specifici vantaggi che la creazione di categorie di quote può offrire, non soltanto alle s.r.l. che intendono offrire le loro quote al pubblico, ma anche alle s.r.l.-PMI "chiuse". In questo senso v., in particolare, M. SPERANZIN, (nt. 23), 340 s.

<sup>29</sup> Cfr., nel senso della disapplicazione o, quantomeno, di un'interpretazione restrittiva del divieto di rappresentazione delle quote in azioni, F. BRIZZI, (nt. 11), 921 e v. altresì G. SANTONI, *Le quote di partecipazione*, in AA.VV., *Le società a responsabilità limitata*, Torino, Giappichelli, 2022, 95 s.

<sup>30</sup> D'altra parte se, per un verso, non è scontata la possibilità di procedere alla dematerializzazione di qualcosa che non è un titolo (cfr., in passato, B. LIBONATI, *Titoli di credito e strumenti finan-*

Gli spazi per un intervento nel senso della razionalizzazione della disciplina esistente possono forse individuarsi *de iure condendo* nell'ambito della «delega per la riforma organica» del t.u.f. e delle «disposizioni in materia di società di capitali contenute nel codice civile applicabili anche agli emittenti», prevista nella legge Capitali, anche se non sfugge come i principi e i criteri direttivi della delega siano stati essenzialmente concepiti in funzione della revisione della disciplina delle società emittenti *azioni* quotate<sup>31</sup>.

### 3. *Le s.r.l. aperte nel prisma della categoria delle società aperte che ricorrono al mercato.*

All'esito del complesso itinerario normativo che qui si è cercato sommariamente di ripercorrere, la s.r.l. viene a caratterizzarsi come società sempre potenzialmente aperta al mercato, anche se le modalità e l'intensità di tale apertura, unitamente alla tipologia di *trading venues* alle quali può avere accesso, non paiono ancora assimilabili a quelle del tipo azionario.

La disciplina dedicata alla variante aperta della società a responsabilità limitata risulta tuttavia, come si è accennato, estremamente frammentata e articolata lungo una singolare intersezione tra norme di diritto societario e norme di diritto dei mercati finanziari, secondo una parabola che ricorda per certi versi quella attraversata dalla società per azioni a seguito della scomposizione del tipo intorno alle due varianti della s.p.a. chiusa e delle s.p.a. aperte (*i.e.* quotate e con titoli diffusi tra il pubblico in misura rilevante)<sup>32</sup>.

Senonché, mentre le s.p.a. aperte sono state assorbite nel codice civile sotto la

---

*ziari*, Milano, Giuffrè, 1999, 21 e *ivi* nota 1), per un altro verso va riconosciuto che, ove si intenda la dematerializzazione come fenomeno che comporta il necessario passaggio ad «un regime *intermediato* di esercizio e di circolazione di situazioni soggettive» (P. SPADA, *Introduzione al diritto dei titoli di credito*, Torino, Giappichelli, 2012, 136), essa sembra predicabile anche con riferimento alle quote di partecipazione in una società a responsabilità limitata, senza necessità di postulare la loro (pre)esistenza in forma cartolare.

<sup>31</sup> Cfr. l'art. 19, secondo comma, legge "capitali". Eventuali modifiche alla disciplina delle s.r.l. – come emittenti di strumenti finanziari destinati al mercato – potrebbero trovare forse una copertura legislativa nel riferimento della delega alla necessità di «favorire l'accesso delle piccole e medie imprese a forme alternative di finanziamento e la canalizzazione degli investimenti verso le imprese».

<sup>32</sup> Sulla necessità di pensare «alle società per azioni piuttosto che alla società per azioni» v. M. SCIUTO-P. SPADA, *Il tipo della società per azioni*, in *Trattato delle società per azioni*, a cura di G.E. COLOMBO, G.B. PORTALE, 1\*, Torino, Utet, 2004, 85 s. e cfr., inoltre, sulla formazione della disciplina delle società quotate tra diritto societario speciale e disciplina dei mercati, R. COSTI, *La disciplina delle società con azioni quotate*, estratto da R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, Torino, Giappichelli, 2018, 2 ss. e M. CERA, *Le società con azioni quotate nei mercati*, Bologna, Zanichelli, 2020, 2 ss.

nozione di «società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio»<sup>33</sup> e risultano destinatarie di una disciplina in parte differenziata da quella della società per azioni chiusa, le s.r.l. aperte non trovano riconoscimento all'interno del codice, in quanto “vivono” per ora soltanto nella legislazione speciale.

Risulta pertanto difficile per l'interprete conciliare la sistematica del codice, tuttora incentrata su una s.r.l. chiusa contrapposta ad una s.p.a. potenzialmente aperta, con la disciplina speciale che consente alla s.r.l. l'offerta al pubblico e la dematerializzazione delle proprie quote.

Tali considerazioni inducono ad interrogarsi sul senso e sulla portata che assume oggi il riferimento alla s.r.l. come società aperta. L'espressione è infatti quanto mai diffusa in letteratura<sup>34</sup>, ma non ha riferimenti nel diritto positivo, così come la più ampia categoria – anch'essa di elaborazione dottrinale – “società aperte”, con la quale si allude, attraverso un'efficace semplificazione terminologica, ad una connessione della società con il mercato e alla necessità di uno statuto normativo *ad hoc*, distinto almeno in parte da quello applicabile alle “società chiuse”<sup>35</sup>.

---

<sup>33</sup> Sulla progressiva attenuazione della specialità (della disciplina) della società quotata, ormai sempre più integrata nel diritto comune della società per azioni, v. P. MONTALENTI, *La società quotata*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. COTTINO, V, 2, Padova, Cedam, 2004, 60 ss. e cfr., altresì, M. CERA, (nt. 32), 13 ss., nonché M. MAUGERI, *Lo statuto delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio*, in *Il Testo Unico finanziario. Mercati ed emittenti*, a cura di M. CERA, G. PRESTI, II, Bologna, Zanichelli, 2020, 1232 ss. Nel codice civile v., oltre all'art. 2325-bis c.c., l'art. 2325-ter c.c. (introdotto con la legge “capitali”), che contiene la nuova nozione di società emittenti strumenti diffusi tra il pubblico in misura rilevante.

<sup>34</sup> Sebbene l'uso dell'espressione “s.r.l. aperta” si sia diffuso soprattutto all'indomani dell'introduzione della deroga al divieto di offerta al pubblico delle quote (v., per tutti, O. CAGNASSO, *S.r.l. aperta*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2020, 1208) non del tutto sconosciuto era l'uso della formula subito dopo la riforma del diritto societario del 2003, la quale ha sancito, com'è noto, un primo avvicinamento della s.r.l. ai mercati dei capitali. Ed anche prima della riforma del 2003, la formula “s.r.l. aperta” veniva talvolta evocata riguardo alla possibilità di articolare diversamente, in sede di autonomia statutaria, il regime di circolazione delle quote per agevolare la mobilitazione e il disinvestimento. Così, P. PISCITELLO, *Il diritto di exit nelle s.r.l. “chiuse” tra “ius conditum” e prospettive di riforma*, in Associazione Disiano Preite, *Verso un nuovo diritto societario*, Bologna, Il Mulino, 2002, 129 e v., nello stesso senso, l'uso dell'espressione “*Publikum Gesellschaft*” da parte della dottrina tedesca per alludere alla possibilità, da parte dei diversi tipi societari, di adottare una struttura aperta.

<sup>35</sup> Sul significato della locuzione “società aperte” nel rapporto con la fattispecie normativa delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio di cui all'art. 2335-bis c.c. cfr., senza pretesa di completezza, P. ABBADESSA, E. GINEVRA, *sub art. 2325-bis*, in *Società di capitali. Commentario*, a cura di G. NICCOLINI, A. STAGNO D'ALCONTRES, I, Napoli, Jovene, 2004, 11; P. MONTALENTI, *sub art. 2325-bis*, in *Il nuovo diritto societario, Commentario*, diretto da G. COTTINO, P. BONFANTE, O. CAGNASSO, P. MONTALENTI, Bologna, Zanichelli, 2004, I, 3; F. D'ALESSANDRO, M. SCIUTO, P. SPADA, *sub art. 2325-bis*, in *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, diretto da F. D'ALESSANDRO, II, 1, Padova, Piccin, 2011, 16 s.; C. ANGELICI, *La società per azioni. I. Principi e problemi*, Milano, Giuffrè, 2012, 545; M. SCIUTO, *sub art. 2325-bis*, in *Le società per azioni*, diretto

Tuttavia, non appena si tenti di attribuire all'espressione una valenza non soltanto descrittiva, ci si avvede che la locuzione "società aperte" è suscettibile di assumere una pluralità di significati a seconda della prospettiva assunta (ben potendosi, ad esempio, considerare l'apertura della società nei confronti del mercato primario e/o nei confronti del mercato secondario), risultando allora opportuno precisare le condizioni d'uso dell'espressione in relazione al contesto di riferimento.

D'altra parte, poiché l'apertura della società si misura in relazione al mercato, va altresì considerata la polisemia del concetto di mercato e l'assenza di una definizione univoca persino dell'espressione – all'apparenza più circoscritta – "mercato dei capitali", la quale non trova una definizione puntuale nella disciplina dei mercati finanziari contenuta, rispettivamente, nella direttiva MiFiD II e nel t.u.f.<sup>36</sup>.

Questi ultimi individuano come categoria generale quella della sede di negoziazione, che comprende una pluralità di luoghi in cui convergono la domanda e l'offerta di strumenti finanziari secondo un «sistema di regole predefinito» e si articola, com'è noto, nelle tre fattispecie dei mercati regolamentati, dei sistemi multilaterali e dei sistemi organizzati di negoziazione<sup>37</sup>. Accanto a tale categoria, già di per sé assai articolata, vi sono altre tipologie di ambienti di negoziazione che, pur non condividendo le stesse caratteristiche strutturali, sono tuttavia ad esse assimilabili sul piano funzionale<sup>38</sup>.

---

da P. ABBADESSA, G.B. PORTALE, I, Milano, Giuffrè, 2016, 138 s.; F. VELLA, *Le società aperte: oltre il t.u.f.? Per una discussione*, in AGE, 2019, 431 ss. Sul significato attribuibile all'espressione "società aperte" prima dell'introduzione dell'art. 2325-bis c.c., v. M. COSSU, *Società aperte e interesse sociale*, Torino, Giappichelli, 2006, 3 s. e cfr. altresì, in relazione alla necessità di individuare per esse uno statuto differenziato, A. CERRAI, A. MAZZONI, *La tutela del socio e delle minoranze*, in Riv. soc., 1993, 28. Di recente v. M. MAUGERI, (nt. 33), 1258, il quale sottolinea la necessità di porre l'accento sulla peculiarità dei problemi delle società che fanno ricorso al mercato e sulla «specificità di soluzioni che l'ordinamento è chiamato ad allestire» e cfr. altresì E. GINEVRA, *Le società di capitali "aperte" tra codice civile e t.u.f.*, in *Governance e mercati. Studi in onore di Paolo Montalenti*, Torino, Giappichelli, 2022, 479 ss. Ai fini che qui interessano l'espressione "società aperte" verrà impiegata per alludere, prima ancora che ad una fattispecie normativa, ad un campo problematico ovvero alle esigenze di società che, in ragione dell'offerta al pubblico delle proprie partecipazioni, necessitano di specifica considerazione da parte dell'ordinamento.

<sup>36</sup> Secondo F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, Giappichelli, 2023, 102, la nozione di "mercato dei capitali" è assai più ampia di quella dei mercati regolamentati e, in assenza di una definizione normativa, può essere desunta dalla prassi e dall'analisi economica e cfr., inoltre, R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, Torino, Giappichelli, 2023, 12, che identifica il mercato dei capitali con il luogo in cui «si negoziano strumenti finanziari di media e lunga durata destinati al finanziamento degli emittenti e in particolare delle imprese».

<sup>37</sup> Sulla nozione di sede di negoziazione cfr., di recente, M. CIAN, *I sistemi multilaterali e i mercati «semiregolamentati»*, in *Il Testo Unico finanziario*, (nt. 33), 1126 s. e v. altresì la definizione di cui all'art. 5-octies, lett. c), t.u.f. che riprende quella dell'art. 24, par. 1, n. 24, direttiva MiFiD II.

<sup>38</sup> V. le precisazioni fornite dalla Commissione UE, *Question & Answers on MiFID Directive*

Pertanto, in una prima accezione ampia e se vi vuole ancora generica, l'espressione società aperte può essere utilizzata, in contrapposizione a società chiuse, per individuare società che abbiano effettuato, o anche soltanto programmato, l'offerta al pubblico delle proprie partecipazioni in uno o più mercati dei capitali, anch'essi intesi in senso ampio, ovvero non limitato ad una specifica sede o ambiente di negoziazione.

Ove poi ci si interroghi sulla disciplina applicabile alla società in ragione del ricorso al mercato occorre sciogliere l'alternativa tra potenziale apertura ovvero effettivo appello al pubblico risparmio, distinguendo tra società che hanno effettivamente promosso l'offerta al pubblico delle proprie partecipazioni e società che hanno in ipotesi programmato, ma non ancora effettuato, l'offerta sui mercati dei capitali.

L'esigenza di individuare uno statuto normativo differenziato per le società aperte si pone infatti anzitutto in relazione alle società che abbiano offerto le loro partecipazioni ad un pubblico tendenzialmente indeterminato di potenziali investitori<sup>39</sup>, sebbene talune questioni specifiche possano sorgere anche per le società che abbiano destinato le quote al mercato tramite apposita delibera di aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione.

Anche così ricostruita la categoria delle società aperte si rivela piuttosto estesa e assai sfaccettata al suo interno, in quanto le modalità, l'intensità, i termini e l'ampiezza della connessione con il mercato restano indefiniti, salvo che nelle fattispecie che hanno ricevuto sino ad ora una consacrazione normativa ovvero, rispettivamente, le società per azioni quotate nei mercati regolamentati e le s.p.a.

---

2004/39/EC e cfr., da ultimo, nel senso della necessità di interpretare in termini ampi la nozione di mercato dei capitali al fine di ricomprendervi anche i nuovi mercati digitali in cui sono scambiati i *crypto-assets*, il documento dell'ESMA, *Consultation paper on the draft Guidelines on the conditions and criteria for the qualification of crypto-assets as financial instruments*, 29 gennaio 2024, § 34, p. 11). Con l'espressione mercato dei capitali può alludersi pertanto ad un luogo di scambio di prodotti finanziari più ampio rispetto alle sedi di negoziazione in senso stretto e v. *infra* nota 43.

<sup>39</sup> In relazione alle società per azioni quotate cfr., nel senso della necessità del collegamento dello statuto speciale al "fatto" dell'ammissione delle azioni alla quotazione, P. SPADA, *Tipologia delle società e società per azioni quotate*, in *Riv. dir. civ.*, 2000, II, 218 s. In relazione alle s.r.l. ritiene necessaria, ai fini dell'applicazione dello statuto differenziato, l'effettiva promozione dell'offerta al pubblico delle quote, O. CAGNASSO, *La s.r.l. piccola e media impresa (P.M.I.)*, in *Le società a responsabilità limitata*, a cura di C. IBBA, G. MARASÀ, (nt. 6), 105. Secondo P. BENAZZO, (nt. 6), 1461, invece, l'apertura al mercato si apprezza già nel momento in cui la società decide di conformare l'assetto partecipativo in funzione della destinazione delle quote al mercato, anche a prescindere dall'effettiva sollecitazione all'investimento e cfr., altresì, su posizione non dissimile, R. GUIDOTTI, L. ORCIANI, *Sui diritti di controllo del socio nella s.r.l. aperta*, in *Riv. dir. soc.*, 2022, 519 s. Da ultimo cfr., infine, F. BRIZZI, (nt. 11), 912 s., che attribuisce rilievo alla destinazione al mercato delle quote avvenuta con apposita delibera di aumento di capitale e subordina l'efficacia di eventuali clausole statutarie in deroga al diritto comune delle s.r.l. all'effettiva realizzazione dell'offerta al pubblico.

con azioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante, accomunate nel codice sotto la più ampia nozione di cui all'art. 2325-*bis* c.c.

Quest'ultima nozione – quale immediato referente positivo delle società aperte – ha suscitato tuttavia un'insoddisfazione diffusa, in quanto ritenuta obsoleta e non più al passo con le novità nel frattempo intervenute nel diritto e nella prassi dei mercati finanziari<sup>40</sup>. Essa non tiene conto infatti del sensibile ampliamento delle *trading venues* e della progressiva estensione della categoria degli strumenti finanziari negoziati nei mercati e non è un caso che, con la recente legge “Capitali”, il legislatore abbia sentito l'esigenza di ridimensionare, sia pure in parte, la rilevanza normativa della fattispecie, novellando altresì la definizione di società emittenti strumenti finanziari diffusi<sup>41</sup>.

Pertanto, quando si discorre della s.r.l. come società aperta, non si può prescindere dal considerare l'evoluzione della nozione di società per azioni che ricorrono al mercato del capitale di rischio e neppure dalla consapevolezza di trovarsi di fronte ad una categoria quanto mai eterogenea e articolata.

L'eventuale riconduzione ad essa della s.r.l. non ha, d'altra parte, una valenza meramente descrittiva o classificatoria, in quanto è funzionale all'individuazione di una disciplina almeno in parte comune, in ragione del riscontro di analoghe esigenze. Il ricorso al mercato rende infatti quanto mai opportuni alcuni adegua-

---

<sup>40</sup> In questo senso v. F. VELLA, (nt. 35), 431 e cfr., altresì, E. GINEVRA, *Le società di capitali “aperte” tra codice civile e t.u.f.*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2022, 869; F. ANNUNZIATA, *Definizioni e nozioni di base. Servizi di investimento e gestione collettiva del risparmio*, in *Diritto delle società quotate e dei mercati finanziari*, a cura di M. VENTORUZZO, Torino, Giappichelli, 2023, 49 s. In particolare, riguardo alla fattispecie delle società con titoli diffusi, sono state avanzate perplessità in ragione di una certa vaghezza dei parametri – specialmente “qualitativi” – lasciati alla definizione in sede regolamentare da parte della Consob e si è evidenziato (G. PRESTI, *Le nuove ricette del diritto societario*, in *Il nuovo diritto societario fra società aperte e società private*, a cura di P. BENAZZO, S. PATRIARCA, G. PRESTI, Milano, Giuffrè, 2003, 27) come tali emittenti rappresentino un sottoinsieme di società aperte assai esiguo, sicché la relativa fattispecie risulterebbe poco utile nella prospettiva della riduzione dello scalino normativo tra le società per azioni base aspiranti alla quotazione e le s.p.a. quotate (per ulteriori rilievi critici, cfr. M. SCIUTO, *sub art. 2325-bis*, (nt. 35), 145 ss.). La nozione è stata oggetto, com'è noto, di un recente intervento di *restyling* ad opera della legge “capitali”, che introduce, come anticipato, il nuovo art. 2325-*ter* c.c. contenente la definizione di «società emittenti strumenti finanziari diffusi tra il pubblico in misura rilevante», nella quale scompare ogni riferimento alla dimensione qualitativa per l'apprezzamento della diffusione tra il pubblico degli strumenti finanziari e viene eliminato altresì il rinvio *per relationem* alla disciplina regolamentare della Consob.

<sup>41</sup> Ciò è avvenuto, in particolare, attraverso la riforma della disciplina degli emittenti strumenti finanziari diffusi contenuta nell'art. 4, legge “capitali”. La norma, oltre a riscrivere la nozione degli emittenti strumenti finanziari diffusi, sopprime in alcuni casi il riferimento alle «società che ricorrono al mercato del capitale di rischio» sostituendolo con quello più circoscritto alle società «con azioni quotate in mercati regolamentati (v. testo novellato dell'art. 2391-*bis*, primo comma, c.c.) oppure vi affianca il riferimento alle «società con azioni negoziate in sistemi multilaterali di negoziazione» (v. la modifica all'art. 2341-*ter*, primo comma, c.c.).



menti alla disciplina codicistica della s.r.l., la quale è tuttora costruita sul diverso modello di una società chiusa a compagine sociale ristretta.

Sinora l'opinione prevalente è stata nel senso che l'apertura al mercato consentita alle s.r.l. (PMI) non sia tale giustificare la loro assimilazione alle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio di cui all'art. 2325-*bis* c.c. e che pertanto non sia fondata l'estensione analogica alle s.r.l. che offrono le proprie quote sui portali di *crowdfunding* dell'intera disciplina dettata per le s.p.a. quotate o per quelle con azioni diffuse tra il pubblico<sup>42</sup>.

Gli interventi legislativi dell'ultimo decennio hanno in effetti schiuso per la s.r.l. forme inedite di apertura al mercato, sia per le sedi in cui è stata consentita l'offerta al pubblico delle quote<sup>43</sup>, sia per il tipo di strumenti offerti sul mercato, poiché le quote – cui è preclusa la forma cartolare – non possiedono una forma intrinsecamente idonea alla negoziazione sui mercati dei capitali.

La questione è destinata tuttavia a riproporsi in termini diversi in seguito alle novità legislative più recenti, che avvicinano ulteriormente le s.r.l. – senza più vincoli dimensionali – ai mercati dei capitali, con potenziale apertura anche verso

---

<sup>42</sup> In questo senso v., da ultimo, E. GINEVRA, (nt. 40), 888 ss. e cfr., in precedenza, F. BRIZZI, *S.r.l. PMI e offerta al pubblico di quote di partecipazione*, Torino, Giappichelli, 2022, 103; E. PENDERZINI-F. DE GOTTARDO, *Incentivi e ostacoli al finanziamento delle PMI s.r.l. sui mercati dei capitali*, in *Giur. comm.*, 2022, I, 289 e sia consentito inoltre il rinvio a S. CORSO, (nt. 19), 98. Per la diversa proposta di estendere analogicamente alle s.r.l. che ricorrono al *crowdfunding* alcune previsioni che regolano gli OICR chiusi, v. P. SPOLAORE, (nt. 8), 103 ss.

<sup>43</sup> Le piattaforme di *crowdfunding* sono molto diverse non soltanto dalle tradizionali sedi di negoziazione, ma anche dalle sedi "alternative" (quali, sistemi multilaterali e organizzati di negoziazione), in quanto esse non consentono l'abbinamento automatico degli interessi di acquisto e di vendita sulla base di un sistema di regole prestabilito e non assicurano alle quote un mercato secondario nel quale i sottoscrittori possano mobilitare il loro investimento. Essi difettano pertanto di alcuni dei requisiti tipici delle sedi di negoziazione (v., al riguardo, il parere dell'ESMA, *Opinion on Investment-based crowdfunding*, 18 dicembre 2014, 18). In questo senso v. E. MACCHIAVELLO, *La travagliata evoluzione normativa dell'equity crowdfunding in Italia, il nuovo regolamento Consob e la prospettiva di regolazione del crowdfunding a livello europeo: una disciplina destinata a breve vita?*, in *Riv. dir. banc.*, 2018, 168; M. SCIUTO, *Le quote di partecipazione*, in *Le società a responsabilità limitata*, a cura di C. IBBA, G. MARASÀ, (nt. 6), 543 s.; A. DENTAMARO, *Apertura della s.r.l. PMI tra divieto di rappresentazione delle quote ex art. 2468, comma 1, c.c. e tutela dell'investitore*, in *Le società a responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della Crisi*, a cura di M. IRRERA, Torino, Giappichelli, 2020, 181 s.; D. DE FILIPPIS, (nt. 6), 916, 923. Le piattaforme potrebbero tuttavia rientrare in un'accezione ampia di mercato dei capitali, inteso quale spazio tecnico operativo nel quale si incontrano la domanda e l'offerta di strumenti finanziari. Nel senso che esse rappresentino «il germe di un mercato», v. M. CERA, G. PRESTI, *Il Testo Unico finanziario: ieri, oggi, domani*, in *Il Testo Unico finanziario*, (nt. 38), I, 25 e v., altresì, per la proposta di includerle in una nozione ampia di mercato dei capitali, M. DE MARI, *Equity crowdfunding, PMI non quotate e mercati secondari: una lacuna da colmare?*, in *Mercati e finanza*, editoriale 2019, reperibile in <https://www.dirittobancario.it>. Nella letteratura straniera v. C.S. BRADFORD, *Crowdfunding and the Federal Securities Law*, in 10 *Columbia Bus. Law Rev.*, 105, 2012, 51.

sedi più strutturate di negoziazione, quali i mercati di crescita per le piccole e medie imprese<sup>44</sup>.

Occorre infatti considerare, oltre alla generalizzazione della deroga al divieto di offerta al pubblico delle quote (di per sé non limitata alle sole piattaforme di *crowdfunding*), la previsione introdotta dalla legge “Capitali” di un regime facoltativo di dematerializzazione delle quote riservato, per il momento, alle s.r.l.-PMI che abbiano emesso quote standardizzate.

Inoltre vi è la previsione di un regime di sperimentazione a livello europeo e nazionale per infrastrutture di mercato DLT, con possibilità per le s.r.l. di emettere in forma tokenizzata e di negoziare titoli di debito tramite la tecnologia a registri distribuiti.

Alla luce di questi ultimi interventi si schiude la possibilità, non più soltanto teorica<sup>45</sup>, per la s.r.l. di accedere – grazie alla dematerializzazione delle quote – a

---

<sup>44</sup> In senso critico rispetto alla possibile ammissione delle quote di s.r.l. alla negoziazione nei mercati di crescita per le piccole e medie imprese, v. P. SPOLAORE, (nt. 9), 20 (bozze), il quale ritiene che la compresenza nella medesima sede di negoziazione di quote di s.r.l. e di azioni di s.p.a. «equivarrebbe a consentire lo scambio di beni finanziari tra loro non omogenei e non fungibili» con il rischio di innescare «meccanismi di *market for lemons*». L’obiezione coglie una delle caratteristiche dei mercati di crescita, in quanto l’eterogeneità degli strumenti finanziari ammessi alla negoziazione in tale sistema multilaterale deriva dalla circostanza che esso non è riservato in via esclusiva ad emittenti PMI (questi ultimi possono infatti rappresentare solo il 50% del complesso degli emittenti). Nulla impedisce pertanto che il maggior volume degli scambi sia costituito da strumenti finanziari emessi da grandi emittenti (cfr., al riguardo, le osservazioni di M. CIAN, (nt. 37), 1136 s.). La compresenza nei mercati di crescita di diverse tipologie di emittenti e di strumenti finanziari con differenti livelli di complessità è pertanto ammessa dal sistema e si riflette anche nell’organizzazione interna del mercato, con la previsione di un segmento professionale, accessibile solo ad investitori professionali e di un segmento aperto invece agli investitori al dettaglio (v. regolamento Euronext Growth Milan 2023, 3 s.). D’altra parte, gli emittenti che accedono a tali mercati, indipendentemente dalla dimensione e dalla forma societaria, devono soggiacere alle medesime regole in punto di accesso e di permanenza sul mercato, compresi i requisiti aggiuntivi individuati dal regolamento di mercato, che impongono determinati obblighi in tema di governo societario, nonché in tema di informazione societaria e di informazione finanziaria periodica (cfr., in particolare, §§ 6 *bis*, 12 e 18 ss. del regolamento Euronext Growth Milan). Tali requisiti dovrebbero garantire un adeguato assetto di *governance* e un sufficiente livello di trasparenza e di informazione per gli investitori, minimizzando il rischio di fenomeni di selezione avversa.

<sup>45</sup> Sino ad ora l’accesso ai mercati di crescita specializzati in emittenti piccoli e medi è stato sostanzialmente precluso alle PMI in forma di s.r.l. (nonostante il tipo sia largamente prevalente tra le piccole e medie imprese). Ciò dipende dai requisiti stringenti fissati, non già dalla disciplina MiFiD II (che pone una soglia di capitalizzazione di borsa inferiore a 200.000 euro), quanto piuttosto dal regolamento del mercato “Euronext Growth” che fissa un flottante minimo pari al 10% del capitale e richiede, per gli «strumenti finanziari diversi dalle azioni», che sia assicurato un «mercato normale e regolare». Sul requisito del flottante minimo si è registrato, di recente, un parziale alleggerimento, in quanto, a seguito di una modifica apportata al regolamento nel novembre 2023, tale requisito può essere integrato anche tramite la sottoscrizione di una quota pari al 7,5% da parte di almeno 5 investitori istituzionali, mentre il restante 2,5% può essere sottoscritto da parte di «investitori che non siano parti correlate o dipendenti della società o del gruppo e anche non aventi natura istituzionale» (cfr. art. 6 reg. Euronext Growth Milan, agg. 2023).

sedi di negoziazione alternative (*i.e.* i mercati di crescita), nonché, in seguito alla tokenizzazione dei titoli di debito, alle infrastrutture di mercato DLT, nelle quali è possibile collocare e scambiare, mediante la tecnologia a registro distribuito, strumenti finanziari rappresentati in *assets* digitali<sup>46</sup>.

L'interrogativo sul significato e sulla portata dell'espressione s.r.l. aperta merita pertanto di essere riproposto, in quanto l'interazione delle s.r.l. con i mercati dei capitali sarà con ogni probabilità più strutturata e intensa in futuro, con prevedibile incremento dell'operatività sui mercati secondari, grazie ai nuovi regimi di circolazione – dematerializzata e intermediata – delle quote che contribuiranno ad incentivarne la liquidità.

Peraltro, alla luce delle trasformazioni profonde che stanno attraversando i mercati dei capitali con lo sviluppo delle tecnologie digitali e con l'ampliamento della tipologia di strumenti finanziari suscettibili di negoziazione, l'interrogativo andrebbe forse riformulato in termini più ampi, in quanto l'impressione è che sia la stessa categoria delle società aperte a necessitare una rimodulazione in funzione di tipologie di emittenti sempre più diversificate in termini di mercati, di livelli di diffusione al pubblico e di liquidità dei loro strumenti<sup>47</sup>.

---

In passato si sono espressi in senso favorevole rispetto all'ammissibilità delle quote di s.r.l.-PMI alla quotazione nei mercati di crescita, P. BENAZZO, (nt. 6), 1459; M. CIAN, *Dalla S.r.l. a base personalistica alle quote "finanziarie" e alla destinazione ai mercati: tante S.r.l.?*, in *Studium iuris*, 2019, 1425, sia pure rilevando che tale possibilità «non è allo stato resa esplicita da alcuna norma» e v. inoltre E. CUSA, *Le quote di s.r.l. possono essere valori mobiliari*, in *Riv. soc.*, 2019, 675 ss., sul presupposto della riconducibilità delle quote alla categoria dei valori mobiliari. In senso favorevole v., altresì, C. RINALDO, *La multiformità della s.r.l.*, in *Riv. soc.*, 2020, 1528; N. CIOCCA, A. GUAC-CERO, (nt. 9), 858 ss., con soluzioni articolate in relazione alla qualifica della s.r.l. emittente (se *start-up* innovativa, PMI innovativa o PMI) ed agli strumenti ammissibili a negoziazione su mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione; S. CORSO, (nt. 19), 37 ss.; V. SANTORO, *Tentativi di sviluppo di un mercato secondario delle quote di società a responsabilità limitata*, in *Le società a responsabilità limitata*, a cura di C. IBBA, G. MARASÀ, (nt. 6), 284; S. PATRIARCA, *Prodotti e strumenti finanziari*, in *Il Testo Unico finanziario*, (nt. 33), I, 85 s. In termini dubitativi, v. D. DE FILIPPIS, (nt. 6), 915 s. Si sono pronunciati variamente nel senso dell'inconfigurabilità di un mercato secondario di partecipazioni di s.r.l.: N. 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?*, a cura di P. MONTALENTI, M. NOTARI, Milano, Giuffrè, 2020, 86 ss.; M. DE MARI, (nt. 43), 2 s.; M. SCIUTO, (nt. 43), 544. In senso tendenzialmente contrario, P. SPOLAORE, (nt. 8), 69 ss., ma con un'apertura rispetto alle quote sottoscritte nei portali di *crowdfunding* e soggette al regime di circolazione intermediata di cui all'art. 100-ter t.u.f. e v., infine, le forti perplessità di E. GINEVRA, (nt. 40), 891. In seguito alla novella dell'art. 100-ter t.u.f. v., nel senso della possibile ammissione delle quote di s.r.l. ai mercati di crescita, F. BRIZZI, (nt. 11), 925, il quale conferma l'opinione precedentemente espressa in ID., (nt. 42), 110, desumendo ulteriori argomenti dalla previsione relativa alla dematerializzazione delle quote.

<sup>46</sup> Per considerazioni più approfondite sul punto, v. *infra* §§ 5.1 e 5.2.

<sup>47</sup> In una direzione per certi versi analoga sembra muoversi il legislatore del t.u.f. che, sulla spinta di quello europeo, ha dato vita ad un micro-sistema normativo dedicato agli emittenti di piccola e media dimensione, con l'obiettivo di alleggerire gli oneri richiesti per l'accesso a sedi di negozia-

#### 4. *S.r.l. aperte e categorie di quote: la standardizzazione delle quote tra possibilità e necessità.*

Come accennato, la s.r.l. ha assunto, nell'ultimo decennio, una fisionomia molto diversa da quella che aveva all'indomani della riforma del diritto societario e gli interventi più recenti hanno ulteriormente accentuato il processo di destrutturazione del tipo, rendendo sempre più problematico il raccordo tra la disciplina codicistica e la legislazione speciale.

L'assenza di coordinamento riscontrabile negli ultimi interventi normativi rischia di approfondire, in relazione alla variante "aperta", lo iato tra fattispecie e disciplina, in quanto la scelta del legislatore di ampliare la platea di s.r.l. legittimate ad offrire al pubblico le quote, senza più riferimento a soglie dimensionali, non trova nella disciplina soluzioni funzionali alle esigenze di una società che si apre all'ingresso nella compagine sociale di una pluralità di soci investitori.

L'inadeguatezza della disciplina della s.r.l. sul piano degli assetti di *governance* di una società che si apre al mercato è stata diffusamente rilevata e non mette conto qui soffermarsi sul punto<sup>48</sup>, in quanto le modifiche più recenti hanno scalfito solo in parte il problema, mediante il rafforzamento dell'assetto dei controlli, ma senza riguardo specifico al "fatto" del ricorso della società al mercato<sup>49</sup>.

---

zione (quali mercati di crescita) appositamente concepite per emittenti piccoli e medi. Tuttavia, la nozione di "emittenti PMI" (di cui all'art. 1, primo comma, lett. *w-quater* t.u.f., di recente modificata dalla legge "capitali") comprende, allo stato, soltanto imprese emittenti *azioni* quotate con capitalizzazione di borsa inferiore a 1 miliardo di euro e pertanto non include esplicitamente le PMI in forma di società a responsabilità limitata. Si esprime nel senso della necessità di operare una revisione della categoria delle società aperte, F. ANNUNZIATA, (nt. 40), 52 ss. e cfr., altresì, G. FERRARINI, *I costi dell'informazione societaria per le PMI: mercati alternativi, «crowdfunding» e mercati privati*, in *AGE*, 2013, 204 ss., che propone una graduazione della disciplina degli emittenti in funzione, oltre che della loro dimensione, della liquidità e dell'effettiva diffusione sul mercato dei relativi strumenti finanziari.

<sup>48</sup> Cfr., *ex multis*, P. BENAZZO, (nt. 6), 1449 ss.; O. CAGNASSO, (nt. 6), 918 ss.; M. CIAN, (nt. 6) 822 ss.; G. ZANARONE, *Quale modello legale per la nuova s.r.l.?*, in *Il nuovo diritto societario fra società aperte e società private*, (nt. 40), 76; A. CETRA, *Le S.R.L.-PMI: disciplina legale e autonomia statutaria*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2020, 816 ss.; S. CORSO, (nt. 19), 183 ss.; F. BRIZZI, (nt. 42), 244 ss. e cfr., altresì, i contributi pubblicati nel volume a cura di E. PEDERZINI, R. GUIDOTTI, *La governance della società a responsabilità limitata*, Padova, Cedam, 2022.

<sup>49</sup> Come è noto, le modifiche al diritto societario apportate dal nuovo Codice della crisi d'impresa hanno recuperato alla s.r.l. alcuni presidi in tema di controlli, i quali si attivano però al superamento di determinate soglie dimensionali e dunque a prescindere dal ricorso della società al mercato. Cfr. art. 2477, commi secondo e quinto c.c., come modificati dal d.lgs. n. 14/2019 e v. al riguardo le considerazioni di N. ABRIANI, *Il sistema dei controlli nella s.r.l. tra modifiche del codice civile e Codice della crisi: un rebus aperto?*, in *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della crisi*, (nt. 43), 867. Viceversa, l'introduzione del dovere di istituire assetti organizzativi adeguati alla dimensione e alla natura dell'attività (v. art. 2086 c.c., ri-

In proposito può segnalarsi come, nell'indicata prospettiva dell'accesso della s.r.l. ad ambienti di negoziazione più strutturati, quali i mercati di crescita, l'adeguamento della *governance* interna si renderà necessario, in quanto il rispetto da parte dell'emittente di determinati obblighi in tema di governo societario è richiesto come requisito di ammissione dal relativo regolamento di mercato e la società sarà tenuta pertanto a sopportare i corrispondenti costi di adeguamento<sup>50</sup>.

Sul piano dei regimi di emissione e circolazione delle quote si è già accennato alla mancanza di coordinamento tra il nuovo testo dell'art. 100-ter t.u.f. e l'art. 3 della legge "capitali" che introduce la dematerializzazione facoltativa con esclusivo riguardo alle quote standardizzate di s.r.l.-PMI, ossia «aventi eguale valore e conferenti eguali diritti» (ai sensi dell'art. 26, secondo comma, d.l. n. 179/2012), così eleggendo espressamente la standardizzazione delle partecipazioni a presupposto della dematerializzazione<sup>51</sup>.

Alle s.r.l. "piccole e medie imprese" è infatti tuttora riservata la possibilità di creare categorie di quote fornite di diritti diversi, stante la perdurante vigenza del d.l. n. 179/2012 che consente alle s.r.l.-PMI la categorizzazione/standardizzazione delle quote, in deroga alla disciplina codicistica. Ne risulta la singolare situazione per cui la s.r.l., intanto può avvalersi della possibilità di creare categorie di quote e di assoggettarle alla disciplina della dematerializzazione, in quanto si mantenga entro le soglie dimensionali di piccola e media impresa, là dove tale possibilità sarebbe invece preclusa alle s.r.l. che superano i valori soglia e perciò perdono la qualifica di PMI<sup>52</sup>.

---

chiamato per la s.r.l. dall'art. 2475, primo comma, c.c.) sembra schiudere lo spazio per una conformazione degli assetti che tenga conto dell'apertura della società al mercato del capitale di rischio.

<sup>50</sup> Cfr., in proposito, il regolamento Euronext Growth Milan, 2023, § 6.bis, il quale impone, tra le condizioni di ammissione al mercato, la nomina da parte dell'emittente di almeno un amministratore indipendente (con necessità di monitorarne annualmente l'indipendenza) e di un «soggetto professionalmente qualificato (*investor relations manager*) che abbia come incarico specifico (non necessariamente esclusivo) la gestione dei rapporti con gli investitori».

<sup>51</sup> In questo senso v. M. CIAN, *La dematerializzazione degli strumenti finanziari*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2007, 647.

<sup>52</sup> Al riguardo potrebbe ripresentarsi la questione, che si era già posta in passato in relazione al passaggio da *start-up* a PMI innovativa (sulla quale v. G. ZANARONE, (nt. 4), 553), circa la ultrattività delle clausole relative alle categorie di quote già sottoscritte (sul punto si veda anche *infra*, sub nt. 119 e testo corrispondente). Ci si può infatti domandare se la s.r.l.-PMI che abbia emesso quote standardizzate, eventualmente assoggettandole al regime di circolazione in forma scritturale, possa – una volta diventata "grande" – mantenerle o emetterne di nuove in vista di un aumento di capitale da collocare sul mercato. Appare preferibile adottare al riguardo un'interpretazione funzionale volta a consentire alla s.r.l. "non più PMI" non soltanto il mantenimento, ma anche l'emissione di nuove quote nell'ambito delle categorie già esistenti e, in ipotesi, la creazione di nuove categorie al fine di promuovere un nuovo *round* di finanziamento sul mercato dei capitali (argomentando dalla tesi più liberale secondo cui la possibilità di creare categorie di quote non sarebbe preclusa alla s.r.l. ordinaria dal divieto di rappresentazione delle quote in azioni di cui all'art. 2468 c.c.).

La serializzazione e la dematerializzazione delle quote presentano specifici vantaggi in vista della loro offerta al pubblico e della successiva circolazione nei mercati dei capitali<sup>53</sup>, sicché la relativa disciplina dovrebbe formare parte integrante dello statuto normativo di una s.r.l. che intenda aprirsi al mercato dei capitali.

Anche i dati empirici raccolti nell'ultimo Report sul *CrowdInvesting* confermano che nella prassi prevalgono le offerte aventi ad oggetto categorie di quote standardizzate con diritti differenziati, spesso graduati in funzione della diversa entità dell'investimento in sede di sottoscrizione al fine di intercettare le preferenze di diverse tipologie di investitori<sup>54</sup>. Si tratta pertanto di una tecnica di conformazione degli assetti partecipativi che risulta particolarmente utile nella prospettiva del reperimento di finanza esterna da parte di una s.r.l., anche come alternativa al meccanismo dei diritti particolari del socio di cui all'art. 2468, commi terzo e quarto, c.c.

La creazione di categorie di quote non presuppone però la loro standardizzazione in unità minime e indivisibili<sup>55</sup>, in quanto, come è stato messo in luce, è possibile creare categorie di quote dotate di diritti diversi da quelli spettanti alle altre partecipazioni, senza che occorra necessariamente stabilire altresì l'identità della loro misura<sup>56</sup>.

---

<sup>53</sup> Benché la standardizzazione delle quote in unità omogenee non sia di per sé sufficiente ad assicurarne la negoziabilità, essa costituisce, nella prassi operativa, un passo prodromico alla loro diffusione nel mercato (v. P. BENAZZO, (nt. 6), 1461 e, d'altra parte, la «riconoscibilità del valore in una categoria» rappresenta una delle caratteristiche proprie della nozione di valore mobiliare, una sorta di «pre-condizione» per la sua negoziabilità nei mercati dei capitali (così, M. ONZA, L. SALAMONE, *Prodotti, strumenti finanziari, valori mobiliari*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2009, I, 580). Secondo F. BRIZZI, (nt. 11), 921 ss., alle s.r.l. aperte dovrebbe essere consentita la standardizzazione dell'intera struttura partecipativa, onde realizzare «una vera e propria s.r.l. per azioni».

<sup>54</sup> Cfr. l'ultimo Report sul *CrowdInvesting* del Politecnico di Milano (luglio 2023), 24, dal quale risulta che il 64% delle quote offerte sui portali appartengono a differenti categorie, con diritti di voto sterilizzati oppure no a seconda della soglia di investimento. Negli ultimi dodici mesi è aumentata sensibilmente la percentuale di offerte che hanno ad oggetto quote senza diritti di voto (23%), mentre risulta in calo la prassi di offrire partecipazioni ordinarie. Un'altra indagine condotta in relazione ad una delle più grandi piattaforme di *equity-crowdfunding* ("Crowdcube") dimostra infine che nelle offerte aventi ad oggetto diverse classi di *shares* (c.d. "*dual-class offerings*") le preferenze degli investitori *retail* sono tendenzialmente indirizzate verso *shares* prive dei diritti di voto, mentre gli investitori professionali preferiscono sottoscrivere partecipazioni dotate di diritti di *voice*. Cfr. D. CUMMING, M. MEOLI, S. VISMARA, *Investors' choices between cash and voting rights: evidence from dual-class equity crowdfunding*, in *Research Policy* 48, (2019) 14, reperibile in [www.elsevier.com](http://www.elsevier.com)

<sup>55</sup> Così, M. CIAN, (nt. 6), 831 e cfr., altresì, M. SCIUTO, (nt. 43), 556 ss. In tal modo si mantiene, pur istituendosi un collegamento oggettivo tra diritti e quota, l'unitarietà della partecipazione del socio, salva la possibilità per quest'ultimo di essere titolare di più quote appartenenti a diverse categorie.

<sup>56</sup> Cfr. la massima n. 171, "*Nozione di categorie di quote di s.r.l. PMF*", del Consiglio Notarile di Milano, che individua, accanto alle categorie di quote "in senso stretto" standardizzate (caratterizza-

La standardizzazione oggettiva delle quote non è una conseguenza necessitata dell'articolazione in categorie, ma rappresenta una tecnica ulteriore di cui la s.r.l. può avvalersi per facilitare il loro collocamento e la successiva circolazione presso il pubblico degli investitori, in ragione dei vantaggi che la parcellizzazione dell'investimento in unità minime omogenee assume in relazione al disinvestimento (anche parziale) del socio. Essa diviene invece una necessità, qualora si intenda accedere al regime (facoltativo) di dematerializzazione delle quote, che ne impone la fungibilità in ragione delle esigenze tecniche connesse al sistema di gestione accentrata<sup>57</sup>.

Tuttavia, la società a responsabilità limitata che decide di promuovere l'offerta al pubblico delle quote potrebbe in ipotesi prescindere dalla loro previa standardizzazione e suddivisione in categorie, in quanto le condizioni di accesso al mercato variano in funzione dell'ambiente di negoziazione prescelto.

Così, ad esempio, al fine dell'ammissione delle quote alla negoziazione nelle piattaforme di *equity-crowdfunding*, il regolamento europeo si limita a richiedere che gli strumenti offerti siano liberamente trasferibili nei mercati dei capitali, ovvero che non siano soggetti a «restrizioni che di fatto che impedirebbero il trasferimento»<sup>58</sup>.

Soltanto l'accesso a determinate sedi di negoziazione impone la standardizzazione e, talvolta, la dematerializzazione delle partecipazioni, come accade nell'ipotesi dei mercati di crescita, per i quali il relativo regolamento di mercato richiede che gli strumenti finanziari siano «liberamente negoziabili» e «sottoposti al regime di forma, legittimazione e circolazione dei titoli dematerializzati»<sup>59</sup>.

Al fine di integrare il requisito della negoziabilità non è peraltro indispensabile la cartolarizzazione dello strumento finanziario, essendo sufficiente una forma idonea allo scambio sul mercato dei capitali<sup>60</sup> ed in questo senso deve ritenersi che

---

te dall'uguaglianza sia della misura delle quote che dei diritti diversi attribuiti), le categorie di quote "non standardizzate" connotate soltanto dall'uguaglianza dei diritti che attribuiscono ai loro titolari, ma di diversa misura e ammontare.

<sup>57</sup> Cfr., per tutti, M. CIAN, (nt. 51), 647, secondo cui la dematerializzazione realizza «il massimo grado di fungibilità tra gli strumenti finanziari, suscettibili di essere movimentati per flussi determinati solo quantitativamente» e pertanto presuppone la scomposizione delle situazioni giuridiche soggettive in unità standardizzate ed omogenee di un'unitaria operazione di investimento o di finanziamento.

<sup>58</sup> Cfr. il considerando n. 13 e l'art. 2, primo comma, lett. n) del regolamento europeo *crowdfunding*. Sulla distinzione, quanto all'interpretazione del requisito della negoziabilità degli strumenti finanziari, tra mercati regolamentati e sedi alternative di negoziazione, v. A. DENTAMARO, *Azioni, quote di s.r.l.-PMI e loro negoziabilità nei mercati dei capitali e nelle sedi di negoziazione*, in *Giust. civ.*, 2022, 836 s.

<sup>59</sup> Cfr. il regolamento del mercato Euronext Growth Milan, 2023, § 32, 19. Sui requisiti necessari per l'accesso e per la permanenza sui mercati di crescita cfr., di recente, F. FORNASARI, *Quotazione sui mercati di crescita e disciplina degli emittenti*, in *Giur. comm.*, 2022, I, 808 ss.

<sup>60</sup> Come è noto, il requisito della "negoziabilità" nei mercati dei capitali non è puntualmente de-

il divieto di rappresentazione delle quote in azioni, di cui all'art. 2468 c.c., non rappresenti un vero ostacolo alla riconduzione della quota alla nozione di valore mobiliare<sup>61</sup>.

D'altra parte il riconoscimento legislativo della categoria degli strumenti finanziari digitali dimostra che certi valori mobiliari, sia pure alle condizioni stabilite dal regime di sperimentazione pilota, possono esistere anche in forma esclusivamente "tokenizzata" (oltre che come mere rappresentazioni digitali, nei registri distribuiti, di strumenti finanziari tradizionali)<sup>62</sup> e che pertanto non è necessario ricorrere alla forma cartolare, e neppure a quella scritturale, per considerare uno strumento negoziabile sui mercati dei capitali.

Sotto questo profilo la standardizzazione potrebbe forse risultare presupposto non necessario nel caso in cui si emettano strumenti finanziari digitali destinati a circolare mediante la tecnologia a registri distribuiti, per quanto essa agevoli, allo stato, l'interazione con i sistemi di emissione e circolazione tradizionali basati sui conti<sup>63</sup>.

### *5.1. I regimi alternativi di circolazione delle quote: l'emissione e la circolazione su registri DLT tra sperimentazione europea ed italiana.*

Si è sin qui dato conto delle ripercussioni sulle regole che governano il tipo s.r.l. provocate dalla progressione degli interventi succedutisi a partire dal d.l. n. 179/2012, che, agendo esclusivamente sul suo profilo finanziario, ne ha provocato una selettiva dilatazione.

---

finito da alcuna norma, né nell'ambito della direttiva MiFiD II, né in altri provvedimenti normativi successivi e pertanto si ritiene sufficiente il mero accertamento dell'idoneità dello strumento finanziario a formare oggetto di transazioni sul mercato, a prescindere dalle modalità o dalle procedure con cui si svolgono le singole operazioni di scambio (cfr., sul punto, E. RIGHINI, *sub* art. 1 t.u.f., in *Commentario t.u.f.*, a cura di F. VELLA, I, Torino, Giappichelli, 2012, 17; F. ANNUNZIATA, (nt. 40), 54 s. e cfr., altresì, M. ONZA, L. SALAMONE, (nt. 53), 579 ss., i quali distinguono «fra trasferibilità e idoneità alla negoziazione in un mercato» di capitali.

<sup>61</sup> In questo senso cfr., senza pretesa di completezza, E. CUSA, (nt. 45), 675 ss.; P. BENAZZO, (nt. 6), 1459; V. SANTORO, (nt. 45) 284; M. CIAN, (nt. 37), 1139; M. SCIUTO, (nt. 43), 541.

<sup>62</sup> Cfr., per la distinzione tra strumenti finanziari digitali "nativi" e strumenti finanziari come mere rappresentazioni digitali di secondo grado di attività tradizionali, il considerando n. 3 del reg. europeo Regime Pilota e v., inoltre, N. DE LUCA, M. DE MARI, *Azioni tokens come fattispecie nativa*, in *Quaderno giuridico CONSOB*, 2023, n. 25, 95 ss.

<sup>63</sup> Cfr. il considerando n. 3 reg. europeo Regime Pilota. Sul requisito della standardizzazione v. le considerazioni dell'ESMA nel documento di consultazione relativo ai criteri di qualificazione dei *crypto-assets* come strumenti finanziari (cit. nt. 38), §§ 32 e 33, 10 s., secondo cui «for crypto-assets to form a class they should confer similar rights to investors, ensuring their tradability on markets» ed inoltre «negotiability on capital market also presupposes fungibility which has to be measured having regard to the capability of the crypto-asset to express the same value per unit». Per ulteriori approfondimenti, v. *infra* §§ 5.3, 6 e 8.



A valle di questa evoluzione normativa, che ha generalizzato l'applicazione di tutta una serie di strumenti e di canali inizialmente introdotti per intercettare quegli investimenti che avrebbero dovuto consentire il superamento del *funding gap* a favore di certe speciali (e temporanee) varianti di s.r.l., l'elusiva immagine tracciata dal codice civile si è ritratta sullo sfondo della sequenza di modelli restituiti dalla galleria di specchi delle leggi speciali dell'ultimo decennio: come tutti gli innesti, anch'essi poggiano sul comune e tormentato tronco codicistico, tuttavia «non solo sono lontani gli uni dagli altri, ma anche assai differenti dallo stesso ceppo di origine»<sup>64</sup>.

Accanto a quella normativa, si è oggi nella corrente di un'impetuosa evoluzione tecnologica, che attraverso la nascita e lo sviluppo delle *Digital Ledger Technologies* (DLT) sta interessando trasversalmente, tra gli altri, molteplici ambiti dell'arte, dell'industria, dell'agricoltura, della finanza e del diritto. Per quanto qui specificamente interessa, l'impiego della DLT e dei *tokens*<sup>65</sup> in cui si ripartisce e sostanzia è stato funzionale alla realizzazione di operazioni di finanziamento a vantaggio di iniziative imprenditoriali usualmente di piccola entità, inizialmente definite come *Initial Coin Offerings* (ICOs), al fine di evocare suggestivamente le *Initial Public Offerings* (IPOs), e poi via via designate nella prassi attraverso altri acronimi (STOs, IEOs, IDOs...) variamente modellati per suscitare nei potenziali investitori la parvenza di istituzionalizzazione derivante da un gergo simile a quello ufficiale ed al contempo suggerire l'allontanamento dalla sfera della regolazione<sup>66</sup>.

---

<sup>64</sup> Il virgolettato è tratto da O. CAGNASSO, *La s.r.l. «aperta»*, in *Start up e P.M.I. innovative*, (nt. 9), 230 ed è rappresentativo di tutta la dottrina che si è occupata dell'argomento.

<sup>65</sup> Per ulteriori riflessioni sulla valenza etimologicamente simbolica del lemma *token*, ossia l'etichetta comune invalsa per denominare una vasta ed eterogenea serie di rappresentazioni crittografiche di valore, cfr. M. ONZA, *La digitalizzazione degli strumenti finanziari: occasioni di riflessione sul d.l. n. 25/2023*, relazione per il XV Convegno annuale dell'Associazione Italiana dei professori universitari di Diritto Commerciale "Orizzonti del Diritto Commerciale", dedicato a "Impresa e mercati: numeri e computer science" e tenutosi a Roma, 23-24 febbraio 2024, 4; A. LAUDONIO, *Distributed ledger technology e ICOs (una favola giuridica sisifea sul diritto dei mercati finanziari e l'innovazione)*, in *Riv. dir. banc.*, 2023, 87 ss.

<sup>66</sup> Per vero, a partire dal biennio 2017/2018 l'impiego dell'acronimo *ICO* è andato incontro ad un sensibile declino del suo impiego negli scambi *online*, molto probabilmente a causa dell'elevata percentuale di fallimenti dei progetti finanziati e di truffe perpetrate (o come tali percepite). La sigla *STO* (*Security Token Offering*) adotta invece un approccio descrittivo del fenomeno sottostante, dal momento che si intende chiaramente identificare la natura di strumento finanziario del complesso di diritti immessi sui mercati con la veste del *token*, andando però così incontro ad un'immediata reazione delle autorità deputate alla vigilanza dei mercati finanziari o di quelle tributarie. Sembrerebbe da ultimo che stiano affermandosi le offerte denominate *IEO* (*Initial Exchange Offering*) o anche *IDO* (*Initial DEX Offering*), nelle quali la definizione, a differenza delle precedenti, anziché veicolare un'illustrazione del loro oggetto, si appunta sul "luogo" in cui viene lanciata l'offerta. Si tratta, rispettivamente, di una piattaforma *online* (denominata *exchange*, sulla falsariga dei mercati di borsa) o di una struttura decentralizzata (*Decentralized exchange* – *DEX*) che, accanto all'offerta, possono effettuare una molteplicità di attività.

In un numero in costante crescita di ordinamenti giuridici di tutto il mondo ci si è affrettati ad introdurre (o si sta valutando l'introduzione di) una cornice legale

Per un approfondimento sulle offerte di *tokens*, v. lo studio monografico di C. SANDEI, *L'offerta iniziale di crypto-attività*, Torino, Giappichelli, 2022, *passim*; cui *adde* per un panorama degli studi giuridici ed aziendalistici in materia: I.M. BARSAN, *Legal Challenges of Initial Coin Offerings*, in *Rev. Trim. Dr. Fin.*, 2017, 54 ss.; P. HACKER, C. THOMALE, *Crypto-Securities Regulation: ICOs, Token Sales and Cryptocurrencies under EU Financial Law*, in *Eur. Comp. Fin. Law Rev.*, 2018, 15, 645 ss.; G.S. GEIS, *Traceable Shares and Corporate Law*, in *113 Northwestern Un. L. Rev.*, 2018, 255 ss.; F. ANNUNZIATA, *La disciplina delle trading venues nell'era delle rivoluzioni tecnologiche: dalle criptovalute alla distributed ledger technology*, in questa *Rivista*, 2018, 3 ss.; ID., *Speak, If You Can: What are You? An Alternative Approach to the Qualification of Tokens and Initial Coin Offerings*, in *Eur. Comp. Fin. L. Rev.*, 2020, vol. 17, 129 ss.; S.T. HOWELL, M. NIESSNER, D. YERMACK, *Initial Coin Offerings: Financing Growth with Cryptocurrency Token Sales*, in *ECGI Working Paper Series in Finance*, n. 564/2018, 2019, 7 ss.; D. BOREIKO, G. FERRARINI, P. GIUDICI, *Blockchain Startups and Prospectus Regulation*, in *20 Eur. Bus. Org. L. Rev.*, 2019, 665 ss.; P. MAUME, M. FROMBERGER, *Regulation of Initial Coin Offerings: Reconciling U.S. and E.U. Securities Laws*, in *19 Chicago J. Int'l L.*, 2019, 550 ss.; J. ROHR, A. WRIGHT, *Blockchain-Based Token Sales, Initial Coin Offerings, and the Democratization of Public Capital Markets*, in *70 Hastings L. J.*, 2019, 463 ss.; P. CARRIÈRE, *The Italian Regulatory Approach to Crypto-Assets and the Utility Tokens' ICOs*, in *Baffi CAREFIN Centre Research Paper*, 2019-113, 1 ss.; M. DE MARI, *Prime ipotesi per una disciplina italiana delle Initial Token Offerings (ITOs): token crowdfunding e sistemi di scambio di crypto-asset*, in questa *Rivista*, 2019, 269 ss.; P.P. PIRANI, *Gli strumenti della finanza disintermediata: Initial Coin Offering e blockchain*, in *AGE*, 2019, 327 ss.; D.A. ZETZSCHE, R.P. BUCKLEY, D.W. ARNER, L. FÖHR, *The ICO Gold Rush: It's a Scam, It's a Bubble, It's a Super Challenge for Regulators*, in *60 Harv. Int'l L. J.*, 2019, 267 ss.; D. LIEBAU, P. SCHUEFFEL, *Cryptocurrencies & Initial Coin Offerings: Are they Scams? – An Empirical Study*, in *2 J. Brit. Blockchain Ass.*, 2019, 1 ss.; S. COHNEY, D. HOFMAN, J. SKLAROF, D. WISHNICK, *Coin-operated Capitalism*, in *119 Columbia L. R.*, 2019, 591 ss.; A. GENOVESE, *Innovazione tecnologica e trasformazione del settore finanziario tra initial coin offerings (ICOs) e investment crowdfunding: quali sfide per l'autorità di controllo?*, in *Fintech: diritti, concorrenza, regole. Le operazioni di finanziamento tecnologico*, a cura di Finocchiaro-Falce, Bologna, 2019, 17 ss.; A. SCIARRONE ALIBRANDI, *Offerte iniziali e scambi di crypto-attività: il nuovo approccio regolatorio della Consob*, in *Riv. dir. banc.*, 2019, reperibile in <http://www.dirittobancario.it>; G. GITTI, M.R. MAUGERI, C. FERRARI, *Offerte iniziali e scambi di crypto-attività*, in *ODCC*, 2019, 95 ss.; G. GITTI, *Emissione e circolazione di cryptoattività tra tipicità e atipicità nei nuovi mercati finanziari*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2020, I, 13 ss., spec. 23 ss.; F. RAFFAELE, *Initial coin offerings e crypto-attività: un'analisi comparata tra "arbitraggio tecnologico" ed eterogenesi dei fini dell'approccio regolatorio italiano*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2020, I, 519 ss.; S. CORSO, (nt. 19), 60 ss.; C. BELLAVITIS, C. FISCH, J. WIKLUND, *A comprehensive review of the global development of initial coin offerings (ICOs) and their regulation*, in *15 J. Bus. Vent. Insights*, 2021, 1 ss.; H. BOLLAERT, F. LOPEZ-DE-SILANES, A. SCHWIENBACHER, *Fintech and access to finance*, in *68 J. Corp. Fin.*, 2021, 1 ss.; I. H-Y CHIU, *Regulating the crypto economy: business transformations and financialisation*, London, Bloomsbury, 2021, cap. 1, IV(B) e V e cap. 2, III(B) e, per una rassegna di reazioni legislative nei confronti delle ICOs, cap. 3, II (ed. online); G. FERRARINI, P. GIUDICI, *Digital Offerings and Mandatory Disclosure: A Market-Based Critique of MiCA*, in *Eur. Comp. Fin. Law Rev.*, Special Volume 5, 2022, 88 ss.; S. CASARRUBEA, *Il ruolo del "white paper" sulle offerte al pubblico di crypto-attività alla luce della proposta MiCA*, in questa *Rivista*, 2022, 215 ss.; T. LAMBERT, D. LIEBAU, P. ROOSENBOOM, *Security Token Offerings*, in *59 Small Bus. Econ.*, 2022, 299 ss.; F. BRIZZI, (nt. 42), 145, 227 ss.; M. DE MARI, G. GASPARRI, T.N. POLI, *Introduzione: DLT e crypto attività*, in *Tokenizzazione di azioni e azioni tokens*, in *Quaderno giuridico CONSOB*, (nt. 62), 34 ss.

*ad hoc* per accogliere al loro interno tale tecnologia<sup>67</sup> (strumentale alla condivisione su una pluralità di nodi reciprocamente sincronizzati di un archivio di informazioni e delle operazioni su di esso compiute<sup>68</sup>), riallacciare in maniera più o meno riuscita molteplici legami sistematici, indispensabili per scongiurare

---

<sup>67</sup> Per ulteriori informazioni comparatistiche, cfr. F. ANNUNZIATA, *Speak*, (nt. 66), 137 ss.; F. RAFFAELE, (nt. 66), 528 ss.; M.T. RODI, *Emissione di "security token"*, in *La circolazione della ricchezza nell'era digitale*, a cura di V.V. CUOCCI, F.P. LOPS, C. MOTTI, Pisa, Pacini, 2021, 295 ss.; S. BRUNO, *La raccolta del risparmio mediante emissione di cripto-attività: le initial coin offerings*, in *Banche, intermediari e fintech*, a cura di G. CASSANO, F. DI CIOMMO, M. RUBINO DE RITIS, Milano, Giuffrè, 2021, 285 ss.; M. LEHMANN, *National Blockchain Laws as a Threat to Capital Markets Integration*, in 26 *Unif. L. Rev.*, 2021, 151 ss.; F. EMMERT, *Cryptocurrencies: The Impossible Domestic Law Regime?*, in 70 *Am. J. Comp. L.*, 2022, 185 ss.; R. KULMS, *Digital Financial Markets and (Europe's) Private Law – A Case for Regulatory Competition?*, in *Eur. Comp. Fin. Law Rev.*, Special Volume 5, 2022, 230 ss. e 241 ss., per un panorama su alcuni *regulatory sandboxes*; S. OMLOR, *Digital Ownership of Blockchain Tokens: A Comparative Law Guideline*, in *The Changing Role of Property Law. Rights, Values and Concepts*, ed. Nordtveit, Cheltenham, Edward Elgar, 2023, 131 ss.; E. HOWELL, *Alternative Financing Options to Public Offers and Listings*, in *Principles of Corporate Finance Law*<sup>3</sup>, ed. by E. FERRAN, E. HOWELL, F. STEFFEK, Oxford, OUP, 2023, 607 ss. Si aggiungano i contributi di vari autori apparsi nel volume *Diritto del Fintech*, a cura di M. CIAN, C. SANDEI, Milano, Wolters Kluwer, 2020, 478 s., 497 ss., 520 ss.; 560 ss., 575 ss., 592 ss., 654 ss., 685 ss. Per alcune informazioni sulle riforme francesi e tedesche, sia consentito infine il rinvio a A. LAUDONIO, (nt. 65), 88 s., nt. 7, 98 ss., nt. 16, 17 e 19, 100, nt. 21, 107 s., nt. 28, 111 s., nt. 33 e 34, 118 s., nt. 42, reperibile in <https://rivista.dirittobancario.it>.

<sup>68</sup> Per dare al lettore una prima idea di questa tecnologia si può dire che essa è basata sulla divisione telematica di un registro digitale distribuito su multipli nodi interconnessi: l'operatività di tale registro è retta da algoritmi di consenso e da *smart contracts*, ossia programmi che, eseguiti sui nodi, replicano le istruzioni impartite e ne consentono l'esecuzione. Il risultato è la creazione di un ambiente nel quale il medesimo registro è tenuto e costantemente aggiornato secondo modalità automatiche e sincronizzate presso ciascun punto (o nodo) che lo compone.

In ambito normativo, le definizioni affermatesi in seno alla legislazione europea sembrano ispirate da un cauto agnosticismo (cfr. considerando n. 16 del reg. (UE) n. 2023/1114 – reg. MiCA) e risultano talmente vaghe da potersi atteggiare anche a tecnologie differenti dalla DLT. Basti pensare alla laconica tautologia fornita dall'art. 3, par. 1, n. 1, reg. MiCA), secondo cui essa è «una tecnologia che consente il funzionamento e l'uso dei registri distribuiti», la quale costringe l'interprete a coniugarla alla luce delle concatenate definizioni di registro distribuito (consistente in «un archivio di informazioni in cui sono registrate le operazioni e che è condiviso da una serie di nodi di rete DLT ed è sincronizzato tra di essi, mediante l'utilizzo di un meccanismo di consenso» – art. 3, par. 1, n. 2, reg. MiCA), e di nodo di rete DLT (ossia «un dispositivo o un'applicazione informatica che è parte di una rete e che detiene una copia completa o parziale delle registrazioni di tutte le operazioni eseguite tramite il registro distribuito» – art. 3, par. 1, n. 4, reg. MiCA). Tali nozioni sono altresì ripetute nell'art. 2, par. 1, nn. 1, 2 e 4, Regime Pilota.

Più circoscritta, ma probabilmente destinata alla pretermissione per effetto del sopravvento del *Digital Package* europeo, è una definizione già presente nel nostro ordinamento dal 2018, che designa le DLT come «le tecnologie e i protocolli informatici che usano un registro condiviso, distribuito, replicabile, accessibile simultaneamente, architeturalmente decentralizzato su basi crittografiche, tali da consentire la registrazione, la convalida, l'aggiornamento e l'archiviazione di dati sia in chiaro che ulteriormente protetti da crittografia verificabili da ciascun partecipante, non alterabili e non modificabili» (art. 8-ter, primo comma, d.l. n. 135/2018).

l'insorgenza di aporie interpretativamente incolmabili, e rimuovere eventuali spequazioni tra le soluzioni legate alle diverse stagioni del progresso umano.

In questo frangente, le istituzioni eurounitarie hanno compiuto un significativo sforzo di indagine ed elaborazione per cercare di fornire sistemazione alle DLT ed ai *tokens* nell'ambito del diritto dei mercati finanziari ed in un'ampia serie di materie limitrofe<sup>69</sup>. Nel far ciò l'approccio prescelto, pur se non nella sua interezza, è stato profondamente segnato da un'insistita riproposizione di paradigmi regolamentari ed architetture istituzionali ed operative già noti, in ciò forse anche subendo l'influenza degli stessi operatori che sarebbero stati interessati dalle modifiche in questione. Tale impostazione è particolarmente evidente nel reg. (UE) 2022/858 ("Regime Pilota"), in seno al quale si profila una logica di emissione e circolazione necessariamente intermedie<sup>70</sup> degli strumenti finanziari veicolabili per tramite di *tokens* (cfr. art. 3-7 Regime Pilota), in ciò apparentabile a quella dei regimi di dematerializzazione.

Non sfuggono le significative differenze strutturali tra l'uno e l'altro *corpus*

---

<sup>69</sup> Alla sistemazione normativa delle crypto-attività diverse da quelle aventi natura finanziaria si è provveduto con il reg. MiCA, nel quale tale approccio è stato motivato, da un lato, dalla copertura (asseritamente) già fornita dal *corpus* normativo eurounitario in materia di servizi finanziari (v. i considerando nn. 3, 6 e 9 e l'art. 2, par. 4, lett. a), reg. MiCA), e, dall'altro, anche se in maniera inespresa, dall'esigenza di realizzare un ulteriore approfondimento relativamente ai *tokens* rappresentativi di investimenti finanziari attraverso un'"istruttoria sperimentale", avviata con il Regime Pilota. Il regolamento dei confini, tuttavia, non sembra essere pienamente riuscito, specie con riguardo ai profili di potenziale sovrapposibilità tra *utility tokens*, *asset-referenced tokens* e *security tokens*, e prova ne è il fatto che nel reg. MiCA stesso si è stabilito di affidare all'ESMA il compito di chiarificare con propri orientamenti le condizioni ed i criteri per la qualificazione delle crypto-attività come strumenti finanziari (considerando n. 14 ed art. 2, par. 5, reg. MiCA). Per parte sua, l'ESMA ha sottoposto a consultazione nel gennaio 2024 le proprie *draft Guidelines on the conditions and criteria for the qualification of crypto-assets as financial instruments*, (nt. 38). Incerta appare anche la scelta d'aver collocato all'esterno dell'ambito oggettivo d'applicazione i *tokens* unici e non fungibili (*non fungible tokens* – art. 2, par. 3, reg. MiCA), essendosi stabilito di rivalutare l'opportunità di intervenire regolando anche tali crypto-attività in esito ad una relazione che la Commissione UE alla fine del 2024 (art. 142, par. 2, lett. d), reg. MiCA). Per delle critiche all'approccio regolatorio eurounitario, v. C. SANDEI, (nt. 66), 159 ss.; D.A. ZETZSCHE, F. ANNUNZIATA, D.W. ARNER, R.P. BUCKLEY, *The Markets in Crypto-Assets Regulation (MiCA) and the EU Digital Finance Strategy*, in 16 *Cap. Markets L. J.*, 2021, 219 ss.; M. CIAN, *La nozione di cryptoattività nella prospettiva del MiCAR. Dallo strumento finanziario al token, e ritorno*, in *ODCC*, 2019, 59 ss.; G. FERRARINI, P. GIUDICI, (nt. 66), 100 ss.; S. CASARRUBEA, (nt. 66), 249 ss., nonché, se si vuole, A. LAUDONIO, (nt. 65), 117 ss.

<sup>70</sup> Eccezione fatta per la (limitata) apertura consistente nel fatto che gli operatori stessi chiedano di essere autorizzati ad ammettere direttamente agli scambi anche le persone fisiche (e giuridiche) in presenza di una serie di condizioni e adottando le eventuali misure compensative imposte dalla competente autorità nazionale (art. 4, par. 2 e 3, Regime Pilota per gli MTF DLT; art. 5, par. 5, Regime Pilota per gli SS DLT). La disintermediazione in questo caso, ad ogni modo, elide solo uno dei gradi di separazione sussistenti tra emittente ed investitori, dal momento che questi ultimi devono pur sempre relazionarsi con il SS DLT o con il MTF DLT.

normativo, ma il passo in avanti compiuto dal legislatore europeo è stato alquanto timido e forse riluttante ad abbandonare gli schemi operativi noti<sup>71</sup>.

Da un lato, invero, il Regime Pilota è “tecnologicamente neutrale” (come declamato nel considerando n. 9), nel senso che in esso non si è introdotto – se non in maniera parziale e indiretta – un complesso di norme rivolte a disciplinare un’“interfaccia” normativa della tecnologia a registro distribuito nell’ambito finanziario: le finalità sperimentali del regolamento, rivolto ad “uniformare” a livello unionale le varie *sandboxes* avviate a livello nazionale, spingevano invero a non imbrigliare sin da questa fase le possibili declinazioni tecnico-operative della DLT ed anzi si è esplicitamente optato a favore di un ambito oggettivo d’applicazione circoscritto a pochi strumenti ed elementari strumenti finanziari, di emissioni quantitativamente ridotte, nonché di un novero di operatori limitato e di operazioni non sofisticate (arg. ex artt. 3 e 4 Regime Pilota). L’unico punto sul quale l’UE demandava un adeguamento a livello nazionale era la “dissociazione” interna alla nozione di strumenti finanziari recata dall’art. 4, par. 1, punto 15) della MiFiD II, la quale era stata contestualmente modificata dall’art. 18 Regime Pilota per comprendervi *anche* gli strumenti emessi mediante tecnologia a registro distribuito (come se in base alla loro disciplina circolatoria potessero essere concepiti come qualcosa di intrinsecamente diverso<sup>72</sup>).

Dall’altro lato, l’impiego della DLT è stato rimesso ad un reticolo di operatori la cui *silhouette* è stata ricalcata su quella di intermediari già esistenti nell’ambito delle infrastrutture (o comunque operanti all’interno) dei mercati finanziari (quali MTF DLT, SS DLT e TSS DLT), salva la ricordata disarticolazione delle obbligatorie gerarchie di scritturazioni in conto e l’ibridazione e cumulo di servizi erogabili da parte di singoli attori del nuovo ecosistema digitale<sup>73</sup>. Inoltre, al fine di li-

---

<sup>71</sup> Tant’è vero che nel considerando n. 3 del Regime Pilota si legge che «il successo dei sistemi basati sui token dipenderà, almeno in via provvisoria, dalla loro interazione con i sistemi tradizionali basati su conti». Inoltre, nel considerando n. 5, si rileva «la limitata esperienza nella negoziazione di cripto-attività che rientrano nella definizione di strumenti finanziari e relativi servizi e attività di post-negoziazione» e si conclude nel senso che «è attualmente prematuro apportare modifiche rilevanti alla legislazione dell’Unione in materia di servizi finanziari per consentire la piena diffusione di tali cripto-attività e della relativa tecnologia sottostante».

<sup>72</sup> Il rilievo è similmente articolato anche da M. ONZA, (nt. 65), 12. Sembra inoltre di poter constatare una fondamentale incoerenza nelle scelte compiute dal legislatore europeo, il quale dichiara che quei *tokens* «qualificabili come strumenti finanziari quali definiti nella direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, rientrano nell’ambito di applicazione degli atti legislativi dell’Unione vigenti in materia di servizi finanziari» (considerando n. 3 reg. MiCA), salvo modificare la stessa nozione di strumenti finanziari per includervi anche quelli emessi tramite DLT, sulla scorta di una poco accorta *pruderie* lessicale (per ulteriori considerazioni critiche, sia permesso il rinvio a A. LAUDONIO, (nt. 65), 123 s., testo e nt. 50).

<sup>73</sup> Peraltro, rispetto a tale scelta, il legislatore europeo ha fornito una spiegazione, stante la frizione con il principio di separazione tra le attività di negoziazione e di post-negoziazione che altrimenti anima la disciplina dei mercati finanziari: «Il regime pilota non dovrebbe essere un preceden-

mitare i possibili rischi per gli investitori non professionali, l'art. 3, par. 1, Regime Pilota ammette alla negoziazione ed alla registrazione in un'infrastruttura di mercato DLT solo strumenti finanziari dalle caratteristiche più lineari ed intelligibili, quali azioni<sup>74</sup>, obbligazioni ed altre forme di debito cartolarizzato (peritandosi in questo caso di escludere quei titoli che «incorporano uno strumento derivato o che incorporano una struttura che rende difficile per il cliente comprendere il rischio correlato») e quote di organismi di investimento collettivi. Nella diversa prospettiva della protezione dei mercati finanziari un'articolata serie di limiti quantitativi si somma alle restrizioni oggettive di strumenti emettabili (con riguardo ai quali si veda l'art. 3, par. 2-6, Regime Pilota).

Per parte sua, il legislatore italiano, in una congiuntura di grande concitazione rispetto all'avanzare della DLT, non aveva inizialmente seguito l'interventismo di diversi altri stati continentali, ma ha evidentemente ritenuto necessario implementare il Regime Pilota; nel farlo ricorrendo alla decretazione d'urgenza (d.l. n. 25/2023), ha tuttavia reagito per più versi in maniera divergente e sensibilmente più conservatrice.

In primo luogo, anziché conformarsi alla sperimentalità dell'approccio europeo e modificare, ove occorrente, l'esistente *sandbox* regolamentare (istituito in base all'art. 36, comma 2-*bis*, d.l. n. 34/2019 e relativo regolamento attuativo, d.m. MEF 30 aprile 2021, n. 100), si è provveduto a riadattare in larga misura il disegno sottostante alla disciplina della dematerializzazione "forte", così cristallizzando il fenomeno DLT nel nostro ordinamento intorno ad una serie di principi fondamentali elaborati in relazione ad un sistema circolatorio profondamente diverso per essenza giuridica e realtà operativa.

In secondo luogo, l'intervento riformatore, innescato dalla ritenuta incompatibilità dell'ordinamento italiano rispetto alla nuova nozione di strumenti finanziari DLT (come attestato dal preambolo del d.l. n. 25/2023), non si è limitato a questo adeguamento, ma, rilevando altresì una straordinaria necessità e urgenza "di evitare che gli operatori italiani si trovino in svantaggio competitivo rispetto ad altri

---

te per giustificare una revisione di fondo della separazione tra attività di negoziazione e funzioni di post-negoziazione o del panorama delle infrastrutture del mercato finanziario. Tuttavia, alla luce dei potenziali vantaggi della tecnologia a registro distribuito in termini di combinazione di negoziazione e regolamento, è giustificato prevedere un'infrastruttura di mercato DLT dedicata nel regime pilota, vale a dire il TSS DLT, che combina le attività normalmente svolte dai sistemi multilaterali di negoziazione e dai sistemi di regolamento titoli» (considerando n. 14 Regime Pilota).

<sup>74</sup> Correttamente F. BRIZZI, (nt. 42), 233 s., precisa che in lingua inglese il corrispondente termine adoperato (*shares*) può essere adoperato per indicare sia azioni, che partecipazioni standardizzate di s.r.l. PMI, quali valori mobiliari, ma nel Regime Pilota (a differenza di quanto avviene nel considerando n. 13 e nell'art. 2, par. 1, lett. *n*), reg. (UE) 2020/1503, in materia di *crowdfunding*) il riferimento appare formulato in senso volutamente restrittivo: al di là della convergenza plurilinguistica sulla menzione dei titoli azionari (*actions, acciones, Aktien, ações, aktier...*), nell'art. 3, par. 1, lett. *a*), Regime Pilota il termine "azioni" è completato dal riferimento alla capitalizzazione di mercato dell'emittente, che allo stato sembra potersi predicare solo in relazione agli emittenti azionari.

operatori stabiliti in Stati membri”<sup>75</sup>, si è spinto oltre, introducendo regole aventi un chiaro afflato di definitività e portata generale, che sul piano sistematico rappresentano un nuovo microsistema normativo: esso, a dispetto delle importanti assonanze riscontrabili con il *corpus* sulla dematerializzazione, ne rimane in linea di principio separato in virtù di un’intrinseca aspirazione alla completezza ed autosufficienza.

Tale considerazione scaturisce dalla tecnica normativa in cui si combinano, da un lato, la riproposizione di ampia parte del corredo disciplinare della dematerializzazione (artt. 3, 5-9 d.l. n. 25/2023)<sup>76</sup>, dall’altro, la presenza di un’esenzione dagli obblighi di cui alle disposizioni attuative dell’art. 83-*bis*, secondo comma, t.u.f. (concernenti l’assoggettamento alla dematerializzazione di strumenti finanziari ammessi alla negoziazione o negoziati in una sede di negoziazione italiana o di altro Paese UE: art. 3, secondo comma, d.l. n. 25/2023) e di rinvii mirati a specifiche disposizioni del t.u.f. (artt. 1, secondo comma; 11, primo comma, terzo periodo; 24, commi primo e quarto, d.l. n. 25/2023<sup>77</sup>), e, infine, l’inserimento di

---

<sup>75</sup> Peraltro, la peculiare strutturazione del microsistema circolatorio digitale italiano, imperniata com’è sulla figura del responsabile del registro (di cui si dirà più oltre nel testo) e sulla tendenziale esternalizzazione ed accentramento in capo ad esso delle emissioni e dei trasferimenti di strumenti digitali, potrebbe non sottrarsi al sospetto di *gold plating*, essendo stati così introdotti, in via legislativa, degli oneri amministrativi (sotto forma di specifiche autorizzazioni) e tecnici ulteriori rispetto a quelli previsti dal Regime Pilota, che in qualche misura potrebbero ostacolare uno sviluppo concorrenziale nel settore, sia a livello domestico, sia con riguardo agli operatori stabiliti in altri stati UE.

<sup>76</sup> La sovrapposibilità è tale da far ritenere a M. ONZA, (nt. 65), 11, che «la differenza, in realtà, si appunti *sull’uso o non di un registro per la circolazione “digitale”*», il quale, dopo un raffronto con le previsioni del t.u.f., conclude: «Insomma, *non si scorge una “sostanziale” differenza o al postutto una “forma” (in senso giuridico) differente*. Ma solo l’uso o non di registri *specifici con specifiche caratteristiche*». La considerazione è del tutto condivisibile (e perde dunque consistenza la disquisizione intorno alla compatibilità della DLT con il sistema di *book entry* proprio della dematerializzazione, su cui indugiano E. LA SALA, F. GUELF, *Emissione e circolazione di strumenti finanziari in forma digitale: profili legali e fiscali*, in *Società*, 2023, 1241 ss.), potendosi soltanto aggiungere che dell’ambiente scritturale la circolazione “digitale” mima le regole sostanziali, evidentemente ritenute compatibili con essa, ma se ne distingue sul piano operativo, in relazione all’insieme dei soggetti coinvolti per la realizzazione delle operazioni traslative/constitutive sugli strumenti finanziari ammessi. Per ulteriori considerazioni sui rapporti sistematici tra circolazione dematerializzata e tramite tecnologia DLT svolte prima dell’entrata in vigore del d.l. n. 25/2023 e comunque condivisibili, v. N. ABRIANI, *Rappresentazione e circolazione di partecipazioni di società di capitali mediante la tecnologia DLT*, in *ODCC*, 2022, n. speciale, 361 ss., 369 ss.

<sup>77</sup> Le disposizioni menzionate nel testo, rispettivamente: *a)* richiamano le definizioni del t.u.b. e del t.u.f., ove non diversamente specificato (art. 1, secondo comma, d.l. n. 25/2023); *b)* nel caso in cui la scritturazione nel registro sia effettuata in favore di una banca o di un’impresa di investimento che agisce in nome proprio e per conto di uno o più clienti rinviano alle disposizioni del t.u.f. (artt. 83-*quater*, terzo comma e 83-*quinquies*-83-*decies*) provocandone una “riespansione” condizionata al difficoltoso filtro interpretativo della compatibilità; *c)* con riguardo ai responsabili del registro “non finanziari” comportano l’applicazione della disciplina primaria e secondaria sui requisiti di onorabilità, professionalità e indipendenza, nonché sui criteri di competenza, correttezza e sufficien-

norme inedite e peculiari del sistema digitale (artt. 4, 10, 13-17, 26 d.l. n. 25/2023). Nel primo ambito si cerca di fornire all'interprete un complesso normativo sufficientemente dettagliato e concluso affinché non debba attingere all'esterno per rinvenire del materiale utile a colmare lacune, nel secondo, lo si vincola a farlo solo ove espressamente previsto e, nell'ultimo, l'incompatibilità delle norme speciali con quelle generali preclude l'eterointegrazione.

L'impressione che se ne ritrae, per accostare analogicamente una figura propria del lessico processualistico, è quella di una discordanza tra chiesto e pronunciato, come se il testo normativo italiano fosse stato inizialmente concepito per assecondare un autonomo disegno riformatore e non fosse determinato da un'esigenza di recepimento tutto sommato limitata ed "a rime obbligate"<sup>78</sup>. Sennonché, il recepimento si è tradotto in un'occasione propizia per adottare un regime "nazionale" sotto (mentite) spoglie europee.

L'impostazione italiana privilegia fortemente la riconduzione entro coordinate note e sperimentate della emissione e circolazione di strumenti finanziari tramite DLT, ed a tale fine introduce altresì una nuova figura (con annessa riserva di attività): quella del "responsabile del registro", unico soggetto abilitato ad accogliere sui propri registri le emissioni di strumenti finanziari digitali (artt. 18 ss. d.l. n. 25/2023). Questo nuovo operatore, assente nel Regime Pilota, in linea di principio lascia invariata, se non allunga – all'opposto di quanto auspicato in ragione delle potenzialità della DLT<sup>79</sup> – la catena di intermediari, includendovi tra l'altro di di-

---

te disponibilità di tempo da dedicare all'efficace espletamento dell'incarico degli esponenti aziendali, e inoltre sull'idoneità dei componenti dell'organo amministrativo e di controllo (art. 13, terzo comma, lett. a) e comma 5, t.u.f.).

<sup>78</sup> Il dubbio acquisisce una qualche consistenza alla luce dell'invito formulato dall'ex Commissario CONSOB P. CIOCCA, *Intervento nell'ambito dell'audizione della CONSOB alla VI Commissione permanente (Finanze), Pacchetto Finanza Digitale*, Roma, 8 giugno 2021, 8 (reperibile sul sito <http://www.consob.it>): «Occorre quindi introdurre al più presto un nuovo quadro normativo che, modificando il codice civile ed il t.u.f., preveda uno specifico regime per l'emissione e circolazione dei titoli in forma digitale. Questo tassello nazionale è una *conditio sine qua non* per costruire un mercato attrattivo e affidabile». Riferiscono peraltro E. LA SALA, F. GUELF, (nt. 76), 1239, che CONSOB, nel confronto con Banca d'Italia, ha presentato le proposte tecniche che sono confluite nei lavori coordinati del MEF per la redazione del decreto legge.

<sup>79</sup> Nella letteratura straniera è posta particolare enfasi su tale prerogativa "semplificatrice" della DLT, non disgiunta da un'opportuna dose di cautela e comunque bilanciata dall'osservazione di alcune pecche dei sistemi circolatori accentrati: cfr. G.S. GEIS, (nt. 66), 262 ss.; C.W. MOONEY Jr., *Beyond Intermediation: A New (FinTech) Model for Securities Holding Infrastructures*, in 22 *Un. Penn. J. Bus. L.*, 2020, 386 ss., 404 ss., ID., T. KEIJSER, *Intermediated Securities Holding Systems Revisited: A View Through the Prism of Transparency*, in *Intermediation and Beyond*, ed. by L. GULLIFER, J. PAYNE, London, Bloomsbury, 2019, 309 ss.; S. GREEN, F. SNAGG, *Intermediated Securities and Distributed Ledger Technology*, ivi, 337 ss.; E. MICHELER, *Intermediated Securities from the Perspective of Investors: Problems, quick Fixes and long-term Solutions*, ivi, 237 ss., la quale dubita che l'avvento della DLT sia in sé suscettibile di provocare il superamento delle attuali catene di intermediari e propone delle modifiche normative che consentano di superare alcune delle critici-



ritto gli *incumbents* della circolazione dematerializzata, ossia i CSD (art. 19, secondo comma, d.l. n. 25/2023), nonché banche, imprese di investimento o gestori di mercato stabiliti in Italia ed altre figure di intermediari finanziari, istituti di pagamento, istituti di moneta elettronica, gestori e imprese di assicurazione o riassicurazione stabiliti in Italia (a condizione che l'attività sia svolta esclusivamente con riferimento a strumenti finanziari digitali emessi dagli stessi o da componenti del gruppo di appartenenza stabiliti in Italia – art. 19, primo comma, lett. a) e b), d.l. n. 25/2023).

Non solo, l'accentramento in capo a tale *gatekeeper* (o, come sarebbe forse più corretto dire, *bookkeeper*) della gestione dei registri si pone in un'intensa frizione con il concetto stesso di distribuzione del registro: seguendo un approccio maggiormente aderente ai principi di funzionamento della DLT il registro avrebbe dovuto appunto essere "distribuito" tra i vari soggetti coinvolti (emittente, intermediari, soci), tutt'al più distinguendosi all'interno di tale reticolo dei "nodi" dotati di funzioni particolari (c.d. *golden nodes*)<sup>80</sup>. Viceversa, pare che il registro sia in-

---

tà del sistema britannico. In un'ottica più gradata di affiancamento della tecnologia DLT all'intermediazione centralizzata (propria, come visto, anche del Regime Pilota), con una ponderazione dei rispettivi benefici e svantaggi: H. MARJOSOLA, *Security Tokens and the Future of EU Securities Law: Rethinking the Harmonisation Project*, in *Eur. Comp. Fin. Law Rev.*, Special Volume 5, 2022, 254 ss.; similmente E. AVGOULEAS, A. SERETAKIS, *Governing the Digital Finance Value-Chain in the EU: MIFID II, the Digital Package, and the Large Gaps between!*, *ivi*, 1 ss., per i quali era necessario che fosse consentito alle piattaforme DeFi ("Decentralized Finance") di accedere all'ambito protetto del Regime Pilota, affiancandosi agli operatori tradizionali, così da ampliare le potenzialità di riforma dei mercati finanziari (ma si consideri anche E. AVGOULEAS, A. KIAYIAS, *The Architecture of Decentralised Finance Platforms: A New Open Finance Paradigm*, *Edinburgh School of Law Research Paper* n. 2020/16, 7 ss., spec. 14 ss., in aperto sostegno di una sostituzione della logica operativa delle piattaforme decentralizzate – enumerandone vantaggi e possibilità applicative – rispetto a quella degli attuali grandi e grandissimi intermediari finanziari insieme agli operatori BigTech). Sulla necessità di interventi statali coordinati al fine di poter sfruttare il potenziale dei vantaggi derivanti dalla tecnologia DLT, P. PAECH, *Securities, intermediation and the blockchain: an inevitable choice between liquidity and legal certainty?*, in *21 Unif. L. Rev.*, 2016, 612 ss.

<sup>80</sup> Ciò si rende necessario in ragione dell'adattamento del concetto di "distribuzione" del registro rispetto all'ambiente societario in cui l'emittente è comunque individuato dalla legge, che gli attribuisce il potere funzionale di verificare chi risulti essere un suo socio. In tal senso, la DLT, per poter rispecchiare fedelmente la cornice normativa, dovrebbe essere variamente configurata come *permissioned*, ovverosia richiedere un'autorizzazione (o invito) per essere ammessi al suo interno e concentrare in capo ad un soggetto abilitato la possibilità di alterare (o di validare le alterazioni nei) contenuti del registro. Con una certa misura di semplificazione, se il registro (dei soci, degli obbligazionisti, dei titolari di strumenti finanziari partecipativi o di debito...) è – e resta – diffuso tra tutti i partecipanti, solo gli amministratori potranno acconsentire alle sue variazioni, rendendole così opponibili nei confronti della società, ma le informazioni che esso reca saranno accessibili costantemente a tutti. L'opinione è diffusa in dottrina, ma sul punto valgono le parole di F. MÖSLEIN, *Blockchain Applications and Company Law*, in *Legal technology transformation. A practical assessment*, ed. by A. CALIGIURI, Napoli, Editoriale Scientifica, 2020, 241, secondo il quale «Decen-

teramente tenuto, aggiornato e validato solo dai responsabili del registro, che in questo senso sostituiscono il ruolo dei depositari centrali, cumulando altresì le potenzialità degli intermediari operanti sui registri tenuti, nonché quelle degli enti che si occupano della regolazione delle operazioni.

Sono state poi sostanzialmente neutralizzate alcune tra le più importanti virtualità della tecnologia a registro distribuito, ossia la possibilità di un immediato esercizio delle prerogative organizzative e patrimoniali da parte degli effettivi titolari (all'opposto variabilmente legate alla fissazione statutaria o *ad hoc* di una *record date*, con ogni immaginabile conseguenza: artt. 7 e 8 d.l. n. 25/2023), i quali – non senza una certa paradossalità – devono essere noti «in qualsiasi momento» all'emittente ed agli altri titolari (arg. *ex art.* 4, primo comma, lett. *b*) e *c*), d.l. n. 25/2023). Un'impressione di intrinseca incoerenza sistematica si ricava ulteriormente dalla previsione in virtù della quale “la verifica della legittimazione all'esercizio dei diritti connessi agli strumenti finanziari digitali è effettuata dall'emittente sulla base delle scritturazioni del registro” (art. 5, terzo comma, d.l. n. 25/2023), che, in relazione all'ambiente DLT, ben avrebbe potuto essere intesa come riferita a delle scritturazioni attuali, e non a registrazioni collocate in un altro momento del tempo convenzionalmente identificato: di queste ultime ci si è serviti, come soluzione compromissoria e sub-ottimale nel sistema di gestione accentrata, ma nella DLT se ne sarebbe potuto fare a meno (riducendo altresì i costi del servizio per emittenti ed investitori).

In altri termini, rispetto alle caratteristiche della DLT ed alle opportunità che avrebbe potuto schiudere al diritto societario, le scelte legislative appaiono poco appaganti: essenzialmente (e fatte salve delle eccezioni marginali) riducono questa tecnologia a poco più di una mera ossatura computazionale, per giunta non vincolata all'interoperabilità, di un regime circolatorio che, (quasi) impermeabile al sottostante fenomeno tecnologico ed ai suoi non trascurabili profili di compatibilità ordinamentali, nonché al suo potenziale contributo evolutivo, si mostra fortemente affine a quello della dematerializzazione, fino al punto di mutuarne anche talune dispensabili criticità.

Meritano tuttavia di essere segnalate per la loro originalità rispetto al trapianto dell'apparato proprio della dematerializzazione accentrata le norme degli artt. 16 e 17 d.l. n. 25/2023, le quali pongono in debito risalto un aspetto centrale della DLT, ossia l'impiego da parte dei titolari dei *tokens* di (doppie) chiavi crittografiche per potervi accedere, disporre ed esercitare i relativi diritti<sup>81</sup>. Ebbene, la con-

---

tralized register maintenance should therefore also be permissible, but only in the technical form of the permissioned blockchain in which only selected participants authorized by the board of directors can validate transactions».

<sup>81</sup> Precisamente al riguardo N. CIOCCA, *Servizi di custodia, negoziazione e regolamento di cripto-attività*, in *ODCC*, 2022, 80, rileva che «l'attribuzione delle cripto-attività sarebbe assicurata dalle risultanze del registro che ne reca l'imputazione a un titolare, il quale resta anonimo, ma opera attraverso indirizzi e chiavi di accesso che è essenziale non perdere perché *unico mezzo per disporre*

templazione normativa di tale aspetto<sup>82</sup>, apparentemente rilevante solo sul piano tecnico, consente di attribuire rilievo reale al rapporto esclusivo<sup>83</sup> che esso consente di stabilire tra il titolare e gli strumenti finanziari digitali di sua pertinenza e supera in ciò la centrale considerazione della scritturazione in conto nell'ambito della dematerializzazione oggi riversata negli artt. 83-*bis* ss. t.u.f.: s'intende che la scritturazione in sé altro non era se non il culmine oggettivo di un complesso intreccio di relazioni plurisoggettive legislativamente definite, la cui convergenza plasmava ed imputava la situazione di titolarità in capo ad un determinato soggetto<sup>84</sup>. Nella cir-

---

*delle crypto-attività*) (corsivo aggiunto). Nel reg. MiCA è altresì dato rilievo all'attività di detenzione dei mezzi di accesso alle crypto-attività: artt. 3, par. 1, n. 17, e 70 reg. MiCA.

<sup>82</sup> Per vero non estraneo alla nostra legislazione in materia, essendovi un riferimento alla crittografia nel già citato art. 8-*ter*, primo comma, d.l. n. 135/2018.

<sup>83</sup> Già negli anni '70 si era persuasivamente affermato che «la disciplina cartolare deve e dovrà applicarsi perciò nei suoi principi fondamentali – immunizzazione del terzo acquirente dai rapporti intercorsi fra emittente o, rispettivamente, dante causa e i precedenti possessori – a qualsiasi fenomeno di mobilitazione della ricchezza attraverso un mercato: *non rileva a questo fine quale strumento tecnico sia adoperato per la negoziazione della ricchezza*» (così F. CHIOMENTI, *Il titolo di credito. Fattispecie e disciplina*, Milano, Giuffrè, 1977, 209 – corsivi aggiunti). Sul punto occorre inoltre ricordare l'attualissima riflessione di P. SPADA, (nt. 30), 140, il quale faceva dipendere l'interrogativo sull'equivalenza probatoria e sostanziale tra *chartula* e documento informatico dalla circostanza che quest'ultimo sia suscettibile di dar luogo ad una relazione esclusiva, «un impossessamento tale da escludere che altri possa impossessarsene». Al giorno d'oggi, nello stesso senso, con condivisibile nettezza, V. SANTORO, *Note sparse a proposito di token*, in *La circolazione della ricchezza nell'era digitale*, (nt. 67), 211: «Ritengo [...] che il supporto [di un titolo di credito, n.d.a.] possa essere anche immateriale purché in ordine allo stesso il titolare possa esercitare un diritto esclusivo». Analogo ordine di idee in M. CIAN, *I titoli di credito cartacei ed elettronici*, in *Manuale di diritto commerciale*<sup>4</sup>, Torino, Giappichelli, 2021, 179, ove si legge: «L'incorporazione nel titolo rappresenta una soluzione tecnica che apre la strada all'operatività di principi altrimenti non applicabili [...]. Proprio in quanto semplice tecnica, essa si presta ad essere surrogata da altre tecniche, che, in quanto presentino le medesime caratteristiche, consentendo l'applicazione degli stessi principi normativi» (corsivo aggiunto). Per una diversa soluzione incentrata sulla necessaria materialità del supporto del titolo di credito, v. N. DE LUCA, *Documentazione crittografica e circolazione della ricchezza*, in *Diritto del Fintech*, (nt. 67), 409 ss., e in *Riv. dir. civ.*, 2020, I, 101 ss.; ID., *Circolazione di azioni e quote e blockchain*, in *Trattato delle società*, (nt. 6), t. 1, 1147 ss.

Nella letteratura straniera, peraltro, sembra possibile registrare una buona consapevolezza del ruolo centrale svolto dalla chiave crittografica nel fondare quello *jus excludendi alios* che nello storico succedersi delle tecniche rappresentative ha costituito un presupposto indefettibile del concetto di titolo di credito: cfr. R. KULMS, (nt. 67), 232 ss., per il quale «A key stands for the right to exclude others; the 'possession' of the access code demonstrates control over the crypto-asset» (p. 234, ed ivi anche riferimenti comparatistici); A. HELD, *Private Keys v Blockchains: what is a crypto-asset in law?*, in *J. Int'l Bank. Fin. L.*, 2020, 247 ss., 251; M. LEHMANN, (nt. 67), 156 s., 175, il quale segnala, tra l'altro, che nel Regno Unito la giurisprudenza si è già espressa qualificando in termini proprietari i titolari delle chiavi inerenti a dei *bitcoin* (High Court for England and Wales, *AA v Persons Unknown & Ors, Re Bitcoin* [2019] EWHC 3556 (Comm) (13 dicembre 2019) margin no 61) e ritiene che «The holder should have to provide nothing more than the blockchain record and the corresponding private key to prove his legal interest».

<sup>84</sup> Illuminanti al riguardo sono le parole di P. PAECH, (nt. 79), 629, il quale afferma: «In a typical

colazione digitale, si stabilisce un ulteriore legame, promanante in questo caso dal titolare e diretto verso i *tokens* (esistenti in quanto iscritti nel registro condiviso e non in una cascata di conti concatenati<sup>85</sup>) che rappresentano il complesso delle sue pretese verso l'emittente.

In tal senso, la non meglio circostanziata impossibilità di disporre degli strumenti finanziari digitali di cui all'art. 16 d.l. n. 25/2023 deve ritenersi riferita ad una perdita ovvero ad una sottrazione della relativa chiave crittografica spettante al titolare<sup>86</sup>, in quanto la perdita della disponibilità degli strumenti in questione deriva essenzialmente da una vicenda impeditiva che incide appunto sulla chiave crittografica (privata), quale indispensabile elemento abilitante. In conseguenza la legge riconosce al titolare la facoltà di ottenere dal responsabile del registro o del

---

holding situation, a number of intermediaries are involved in holding the same economic asset. Only the investor's direct intermediary owes the duties to it. Any other intermediary would typically owe duties to its own account holders and would be unable to identify the ultimate investor. In other words, in asking who owes duties to whom, there would appear to be as many identical, stacked positions as there are accounts involved in the holding chain. The investor would appear not to have an *erga omnes* right against the whole world but, rather, a right against its direct intermediary which, in turn, is in an identical position against its own direct intermediary, and so on».

<sup>85</sup> Lo puntualizza opportunamente N. CIOCCA, (nt. 81), 88 ss.

<sup>86</sup> La quale può essere detenuta dal titolare stesso, oppure – prendendosi con ciò atto dell'affermato ruolo custodiale di certi intermediari in ambiente DLT, su cui si rinvia alla diffusa trattazione di N. CIOCCA, (nt. 81), *loc. ult. cit.* – dal responsabile del registro, dal gestore dell'infrastruttura di mercato DLT, dalle banche e dalle imprese di investimento per conto del titolare dello strumento finanziario digitale (art. 17 d.l. n. 25/2023). Peraltro, ai sensi dell'All. 2, lett. A), secondo comma, vi, reg. Consob 22923/2023, i soggetti che aspirano ad essere iscritti nell'elenco dei responsabili del registro devono descrivere in un'apposita relazione sulle «caratteristiche tecnico/implementative dell'infrastruttura tecnologica» le «tecniche adottate per l'identificabilità degli utenti che operano in piattaforma», nonché l'eventuale ricorso a «*identity provider* di terze parti per l'identificazione delle utenze in piattaforma» (All. 2, lett. A), sesto comma, VI, reg. cit.). La puntuale identificazione dei titolari delle pretese veicolate per mezzo di strumenti finanziari digitali potrebbe così sollevare dalla necessità del ricorso al ministero notarile nell'ambito del loro trasferimento *inter vivos* (così come avviene nell'ambito dematerializzato per la stessa ragione), diversamente da quanto prefigurato da N. ABRIANI, (nt. 76), 368 s., 374.

È opportuno a questo punto tracciare un collegamento sistematico con la disciplina antiriciclaggio nostrana e ricordare che a norma degli artt. 1, secondo comma, lett. *ff-bis*), e 3, quinto comma, lett. *i-bis*), d.l. n. 231/2007 (apparentemente destinati ad essere abrogati e sostituiti da nozioni conformi al diritto unionale: cfr. art. 1 dello schema di decreto legislativo per l'adeguamento della normativa nazionale alle disposizioni del regolamento (UE) 2023/1113 e per l'attuazione della direttiva (UE) 849/2015 relativa alla prevenzione dell'uso del sistema finanziario a fini di riciclaggio o finanziamento del terrorismo, posto in consultazione dal Ministero delle Finanze: [https://www.dt.mef.gov.it/it/dipartimento/consultazioni\\_publiche/consultazione\\_micar.html](https://www.dt.mef.gov.it/it/dipartimento/consultazioni_publiche/consultazione_micar.html)), gli obblighi di adeguata verifica, registrazione e segnalazione gravano su ogni prestatore di servizi di portafoglio digitale (se diverso da uno degli intermediari bancari e finanziari, già compresi nell'art. 3, secondo comma, d.l. n. 231/2007), da intendersi come «ogni persona fisica o giuridica che fornisce, a terzi, a titolo professionale, anche online, servizi di salvaguardia di chiavi crittografiche private per conto dei propri clienti, al fine di detenere, memorizzare e trasferire valute virtuali».

gestore del SS DLT o del TSS DLT una nuova scritturazione in proprio favore, in sostituzione dell'originaria, la quale cessa di produrre effetti. Tale singolare "ammortamento" digitale, mimando le dinamiche cartolari, finisce però per confondere l'oggetto della tutela: la scritturazione sulla DLT, invero, resta pur sempre effettuata a favore dell'originario titolare (né, in linea di principio corre il rischio di essere trasferita ad altri, salvo il caso di sottrazione della chiave) e sostituirla con una nuova potrebbe implicare la necessità di realizzare un complessivo aggiornamento e riconciliazione delle scritturazioni (con effetti simili o probabilmente identici a quelli gergalmente definiti come una *fork* in ambito *blockchain*), mentre l'assegnazione al titolare di una nuova chiave crittografica consentirebbe in maniera più puntuale di ripristinare lo *status quo ante* (in termini non dissimili da quanto accade quando si smarrisce la password o il pin per accedere ad un determinato sito o servizio).

Sembra pertanto opportuno in sede interpretativa pervenire ad una declinazione diversificata del risultato del ricorso all'ammortamento "digitale" a seconda dell'effettiva esigenza di tutela sottostante: laddove il titolare abbia perso esclusivamente la chiave per accedere agli strumenti finanziari di sua pertinenza, allora dovrà essere espletata una procedura che gli consenta di ottenerne una nuova; solo se invece il titolare si sia visto sottrarre anche gli strumenti finanziari, potrà aver luogo la sostituzione della scritturazione sul registro.

## 5.2. *La circolazione digitale dei titoli di debito ai sensi del d.l. n. 25/2023.*

Passando alle possibilità che questa riforma avrebbe schiuso alle s.r.l., occorre avvertire che esse sono assai più limitate di quanto certi annunci abbiano lasciato pensare.

Anzitutto, conformemente a quanto richiesto dall'art. 3 Regime Pilota, sono stati inclusi nel perimetro nel d.l. n. 25/2023 soltanto i *titoli di debito ex art. 2483 c.c.* (art. 2, primo comma, lett. c), d.l. n. 25/2023) e ciò benché si potesse giungere a sostenere la loro compatibilità col sistema DLT anche a normativa invariata<sup>87</sup>. Invero, per tali titoli non è dato rinvenire alcun vincolo di legge in merito al ricorso a tecniche di legittimazione e circolazione alternative e la maggioranza degli autori che si è occupata di essi negava la coesistenzialità della loro incorporazione in titoli di credito cartolari<sup>88</sup>. Non sussistevano dunque ostacoli normativi insor-

---

<sup>87</sup> Come si è cercato di dimostrare in A. LAUDONIO, (nt. 65), 109 s., ove anche per ulteriori riferimenti. Si manifestava invece in senso contrario all'emissione e circolazione su DLT E. LA SALA, *L'applicazione della Distributed Ledger Technology all'emissione di strumenti finanziari di debito*, in *Società*, 2019, 715 ss., spec. 720 s.

<sup>88</sup> Per una rassegna delle opinioni, cfr. P. SPADA, *L'emissione dei titoli di debito nella "nuova" società a responsabilità limitata*, in *Riv. soc.*, 2003, 805; ID., *Provvisata del capitale e strumenti finanziari*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2009, I, 624; V. SANTORO, *Garanzia della solvenza della società*

montabili (nemmeno nell'ottica delle disposizioni antiriciclaggio) alla informatizzazione dei relativi libri e nella riproposizione in chiave DLT degli elementi fondamentali della circolazione nominativa (consistente, venuto meno il supporto cartaceo, nella possibilità di sottoporre i trasferimenti al controllo dell'emittente garantendo la costante ed univoca identificabilità del titolare) o – ancora più agevolmente – al portatore<sup>89</sup>. Tale legge connotata dall'anonimato dei titolari era peraltro adoperabile anche laddove fosse posta in capo all'intermediario professionale sottoscrittore la garanzia della solvenza dell'emittente (artt. 2412, secondo comma, e 2483, secondo comma, c.c.), poiché in base all'art. 5 del. CICR 1058/2005 "l'identità del garante e l'ammontare della garanzia devono essere indicati sugli strumenti finanziari di raccolta di cui all'art. 3 e *sui registri ad essi relativi*" (corsivo aggiunto), con formulazione senz'altro compatibile anche col contesto DLT.

Al riguardo, il legislatore si è fatto comunque carico di fugare ogni possibile incertezza, prevedendo all'art. 12, terzo comma, lett. b), d.l. n. 25/2023 che tra i termini e le condizioni delle emissioni digitali di titoli di debito siano univocamente connesse e mantenute accessibili e consultabili in ogni momento «le informazioni necessarie all'identificazione dell'investitore professionale che assume la garanzia ai sensi dell'articolo 2483, secondo comma, del codice civile e relative all'ammontare della medesima»<sup>90</sup>. Il collegamento sistematico è in ogni caso ap-

---

*a responsabilità limitata in caso di circolazione dei titoli di debito*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2004, 507 s., nt. 2; S. PATRIARCA, *I titoli di debito della s.r.l. tra opportunità e problemi interpretativi*, Milano, Giuffrè, 2005, 49; M. STELLA RICHTER jr., *I titoli di debito delle società a responsabilità limitata*, in *Riv. soc.*, 2005, 998; M. CAMPOBASSO, *I titoli di debito di s.r.l. tra autonomia privata e tutela del risparmio*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, (nt. 25), 2007, III, 760; ID., *I titoli di debito*, in *Le società a responsabilità limitata*, (nt. 6), II, 1287; G. ZANARONE, *sub art. 2483*, in *Della società a responsabilità limitata*, II, (nt. 3), 1767 ss.; A. PERONE, *Società a responsabilità limitata e mercato dei capitali*, in *S.r.l. Commentario*, a cura di A.A. DOLMETTA, G. PRESTI, Milano, Giuffrè, 2011, 996; U. MINNECI, *Titoli di debito*, in *Trattato delle società*, (nt. 6), 824 ss.

<sup>89</sup> La tecnologia a registri distribuiti non si propone quale nuovo regime diverso ed ulteriore rispetto a quelli al portatore o nominativo, rappresentandone piuttosto un adattamento rispetto all'evoluzione tecnica: così come avvenuto con l'avvento della dematerializzazione nel 1998, l'unica differenza essenziale tra le due leggi circolatorie continuerà a risiedere, per l'emittente, nell'anonimato del titolare nel caso di titoli al portatore. Sul punto, anche per gli opportuni riferimenti bibliografici al dibattito dottrinario, v. F. MARTORANO, *Titoli di credito dematerializzati*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, (nt. 3), 2020, 212 ss.; P. MARANO, *La circolazione delle azioni dematerializzate e la disciplina dei mercati*, Milano, Giuffrè, 2013, 112 ss., 122 ss.

<sup>90</sup> La previsione in questione, peraltro, si applica anche ai «titoli di debito diversi» (art. 12, quarto comma, d.l. n. 25/2023), riferendosi probabilmente ai «titoli similari alle obbligazioni» (c.d. *minibond*) emessi da società definite in negativo come «non emittenti strumenti finanziari rappresentativi del capitale quotati in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione, diverse dalle banche e dalle micro-imprese» di cui all'art. 32, diciannovesimo comma ss., d.l. n. 83/2012 e dei quali andranno probabilmente poste in adeguata evidenza le eventuali clausole di partecipazione

prezzabile e corrobora il ruolo pubblicitario trasversalmente riconosciuto al registro digitale.

In secondo luogo, si riscontra nell'art. 28, primo comma, lett. *a-bis*), d.l. n. 25/2023 una delega regolamentare alla Consob finalizzata ad “includere nell'ambito degli strumenti che gli emittenti possono assoggettare alla disciplina del presente decreto quelli di cui all'articolo 1, comma 1-*bis*, lett. *c*), t.u.f. e le quote di partecipazione ad una società a responsabilità limitata, anche in deroga alle disposizioni vigenti relative al regime di forma e circolazione di tali strumenti, ivi comprese le disposizioni di cui agli articoli 2468, primo comma, 2470, commi dal primo al terzo, e 2471 del codice civile”.

Forse anche a causa dei numerosi dubbi di conformità rispetto al diritto europeo (nel quale la sperimentazione non ricomprendeva le quote di s.r.l. tra gli strumenti finanziari ammessi alla negoziazione o registrati da un'infrastruttura di mercato DLT) e di legittimità costituzionale della delega in questione<sup>91</sup>, la Con-

---

agli utili e di postergazione nelle perdite. In merito a tali strumenti e ad altri la cui applicazione è maggiormente circoscritta, per maggiori approfondimenti, v. *ex multis*, G. ZANARONE, (nt. 4), 350 ss., 374 ss.

<sup>91</sup> Sembra in primo luogo lecito dubitare che sussistessero i presupposti di straordinaria necessità ed urgenza richiesti dall'art. 77, secondo comma, Cost., quanto meno in relazione all'inserimento nell'ambito del decreto legge di una delega ad un'autorità amministrativa indipendente: a prescindere da ogni valutazione sull'esigenza di conformare l'ordinamento italiano al Regime Pilota (peraltro circoscritta alla sola necessità di adeguare la nozione di strumento finanziario a quella consegnata al nuovo testo dell'art. 4, par. 1, n. 15), MiFiD II: art. 18 Regime Pilota), o la disciplina introdotta dal decreto legge era sufficiente a fronteggiare la situazione di straordinaria necessità ed urgenza che imponeva di provvedere, ovvero la presenza di una delega indispensabile alla sua integrazione ed operatività in qualche misura avrebbe tradito il difetto di tali presupposti (una situazione per certi versi analoga potrebbe essere riscontrata nella singolare vicenda legislativa che ha portato all'introduzione della composizione negoziata della crisi per mezzo del d.l. n. 118/2021, che a sua volta delegava la definizione di aspetti centrali per il suo funzionamento ad un decreto dirigenziale del ministero della giustizia: art. 3, secondo comma, d.l. cit.). In secondo luogo, la delega in questione risultava del tutto sprovvista di criteri e di indirizzi attuativi, così impedendo uno scrutinio della rispondenza dell'attività normativa delegata rispetto ai principi ed ai criteri di delega. Invero, se (salva la decretazione d'urgenza) al governo può essere attribuita la funzione legislativa solo attraverso il noto strumento della delegazione ex art. 76 Cost. con predefinitone di principi e criteri direttivi, in relazione ad un oggetto definito e per un tempo limitato, sfugge come sia possibile affidare ad un'autorità amministrativa indipendente il potere di produrre regole al di fuori dell'indispensabile delimitazione di tale potestà. In terzo luogo, l'insolita traiettoria della delega affidata per decreto legge dal governo stesso direttamente ad un'autorità amministrativa indipendente estrometteva completamente tale vicenda nomopoietica dal circuito democratico e se anche la prassi dell'adozione di regolamenti di delegificazione si è ormai largamente discostata dal rispetto dell'art. 17, secondo comma, l. n. 400/1988, non pare consentito spingersi sino al punto di investire di tale potere un'autorità amministrativa (e basti considerare che secondo la Corte costituzionale – sent. n. 104/2017, in *Quad. cost.*, 2017, 633 ss., con nota di B.G. MATTARELLA ed *ivi*, 636 ss., con nota di A. ALBERTI, nonché in *Giur. cost.*, 2017, 1091 ss., con nota di G. TARLI BARBIERI – non è possibile che il governo, chiamato collegialmente all'attuazione di una delega legislativa, vi provveda attribuendo ad un singolo ministero una delega regolamentare). Da ultimo, la delega in questione appa-

sob, come in precedenza ricordato, ha scelto di non dare seguito alla delega ricevuta sul punto.

Il regolamento Consob 22923/2023, infatti, non opera nel suo preambolo alcun rinvio alla previsione che avrebbe consentito di includere le quote di partecipazione di s.r.l. nell'ambito della disciplina della circolazione digitale, né introduce alcuna disposizione ad esse dedicata, ma, con abdicazione implicita all'attuazione di ampia parte della delega, esso è dedicato esclusivamente a disciplinare l'elenco dei responsabili dei registri per la circolazione digitale.

Vi è poi un ulteriore e significativo profilo sostanziale che emerge all'esito di una ricomposizione di vari frammenti normativi presenti nella trama del d.l. n. 25/2023: si desume, infatti, che ad una s.r.l. è precluso divenire un responsabile del registro. Essa, pertanto, non può mai internalizzare la gestione delle vicende circolatorie dei titoli di debito (mancando la possibilità di "digitalizzare" le quote di partecipazione). Invero, nonostante a prima vista sembri che oltre alle banche, ai CSD ed altri intermediari finanziari possano essere ammessi a svolgere il ruolo di responsabile del registro anche altri emittenti "ordinari" con sede legale in Italia (e sia pure esclusivamente con riferimento a strumenti digitali emessi dagli stessi: art. 19, primo comma, lett. c) e d), d.l. n. 25/2023), in realtà, per poter rivestire tale qualifica occorre essere una s.p.a.<sup>92</sup> dotata di un capitale sociale pari ad almeno 150.000 € e rispettare una serie di ulteriori requisiti (art. 20, quarto comma, lett. a)-d); 24, terzo comma, d.l. n. 25/2023)<sup>93</sup>.

### 5.3. Cenni alla possibile digitalizzazione delle quote di partecipazione.

La traiettoria divergente che dal 1993 ha prima allontanato e poi nel 2009 più incisivamente distaccato dalle s.r.l. (e solo da esse, tra tutte le società) la funzione

---

riva altresì violativa delle forme e delle procedure che reggono il corretto espletamento di una delega regolamentare (pur latamente intesa) nella misura in cui la sua attuazione avrebbe necessariamente inciso su fonti di legge di rango primario, ovvero sia le citate disposizioni codicistiche che tuttora regolano configurazione e circolazione volontaria e coattiva delle quote di partecipazione di s.r.l.

Valga nuovamente sul punto il richiamo alle riflessioni critiche sul ricorso alla decretazione d'urgenza ed alle fonti secondarie (peraltro combinato nel d.l. n. 25/2023) di G. ZANARONE, (nt. 4), 771 ss., ove anche per i riferimenti bibliografici.

<sup>92</sup> E salta allora all'occhio una genetica incongruenza del testo normativo che, da un lato, avrebbe aperto una possibilità di ammissione al suo interno delle quote di partecipazione di s.r.l., mentre, dall'altro, impediva che tali società potessero mai rendersi responsabili del proprio registro per la circolazione digitale.

<sup>93</sup> Per limitarci ad un solo esempio, tali requisiti superano sensibilmente quelli richiesti almeno ad un altro degli operatori contemplati ai fini della possibilità di essere ammessi allo svolgimento dell'attività di responsabile del registro, ossia gli *istituti di pagamento*, che per poter ottenere l'autorizzazione allo svolgimento della rispettiva attività riservata sottostanno a requisiti meno stringenti e possono rivestire anche la veste di s.r.l. (cfr. art. 114-*novies* t.u.b. e Disposizioni di vigilanza per gli istituti di pagamento e gli istituti di moneta elettronica della Banca d'Italia, sez. II ss.).



di controllo sulla compagine sociale e sulla circolazione delle partecipazioni non viene dunque alterata ed anzi, sembra che la (resistibile) esigenza di “canalizzazione” presso il registro delle imprese conservi la sua simbolica centralità, anche a fronte dell’affiancamento alla disciplina codicistica del regime intermediato di cui all’art. 100-ter t.u.f. e della sua espansione. Tuttavia, se l’innegabile istanza di ordine pubblico che pionieristicamente informava la legge “Mancino” ai fini del contrasto del reimpiego di proventi di attività illecite non è rinunciabile o derogabile<sup>94</sup>, non è affatto detto che per le s.r.l. essa possa essere soddisfatta solo per tramite dell’attuale assetto normativo<sup>95</sup>, il quale, peraltro, è stato da ultimo ulteriormente sbilanciato dalla soppressione del libro dei soci in queste società in un’ottica di malintesa “semplificazione” e risparmio di spesa.

Ora che la prevenzione (e la repressione) del riciclaggio dei proventi di attività criminali informa di sé il nostro ordinamento e quello della maggior parte degli stati occidentali con un apparato disciplinare imponente ed in costante evoluzione incentrato sui doveri di verifica e segnalazione gravanti sui vari “intermediari”<sup>96</sup>, non è affatto detto che il registro delle imprese rappresenti ancora un insostituibile presidio di trasparenza funzionale all’esigenza di contrastare l’illecita circolazione della ricchezza ed a assicurare al contempo la certezza dei traffici.

Queste basilari esigenze, peraltro, sono state già state disattese con il macchinoso regime circolatorio delle partecipazioni di s.r.l. introdotto nell’art. 100-ter t.u.f., il quale, nel controverso tentativo di facilitarne il trasferimento per stimolare la formazione di mercati secondari, non assicura in alcun modo la trasparenza delle informazioni sulla compagine sociale di una s.r.l. e la conoscibilità dell’identità dei soci<sup>97</sup>. Viceversa, esse avrebbero potuto trovare una sistemazione ed

---

<sup>94</sup> Per una ricostruzione degli interventi riformatori realizzati tra il 2008 ed il 2014 incentrata sulla sottolineatura delle finalità pubblicistiche già risalenti alla l. n. 310/1993 e la connessa esclusione della possibilità di reintrodurre il libro dei soci su base volontaria nelle s.r.l., v. F. MURINO, *Circolazione della quota, legittimazioni e autonomia privata nella s.r.l.*, Milano, Giuffrè, 2017, 41 ss., 89 ss.

<sup>95</sup> Diversamente, N. DE LUCA, *Circolazione*, (nt. 83), 1152 s., sostiene che «è proprio tale connotazione della disciplina delle partecipazioni delle s.r.l. ad impedire non solo la sostituzione del sistema vigente, ma anche l’integrazione con la tecnologia DLT» e ne esclude altresì la compatibilità con il regime di cui all’art. 100-ter t.u.f.

<sup>96</sup> Tra cui vanno annoverati tutti i soggetti che in Italia possono essere autorizzati allo svolgimento dell’attività di responsabile del registro (in ragione della loro natura di intermediari bancari e finanziari: art. 3, secondo comma, d.lgs. n. 231/2007) ed anche altri operatori che, diversi dai primi, prestano servizi di custodia (*wallet providers*) delle chiavi crittografiche (art. 1, secondo comma, lett. *ff-bis*), d.l. n. 231/2007). Per l’indicazione di possibili riforme, v. *supra*, *sub* nt. 86.

<sup>97</sup> Significativamente V. DE STASIO, G. DELLA CROCE, *Forme, pubblicità ed efficacia del trasferimento. Espropriazione della partecipazione*, in *Trattato delle società*, (nt. 6), 400, sottolineano che «la circolazione prescinde dall’esistenza di un effettivo “mercato” ove accedano più intermediari e dal coinvolgimento di un soggetto terzo “gestore centrale”».

Il punto dolente dell’inconoscibilità dei soci è invece ben colto ed analizzato da M. CIAN, *L’instestazione intermediata delle quote di s.r.l. PMI: rapporto societario, regime della circolazione*,

una garanzia soddisfacente per tramite di una ponderata opzione legislativa a favore dell'adozione della DLT quale nuovo strumento di circolazione delle quote di partecipazione di s.r.l.<sup>98</sup>.

Oltre a ciò, una simile scelta avrebbe effettivamente comportato l'introduzione di una legge circolatoria autenticamente *corporativa*, cosa che il regime alternativo *ex art. 100-ter t.u.f.* non può aspirare ad essere, dal momento che la sua applicazione deriva da una scelta *individuale* dell'investitore che decida di avvalersene (*art. 100-ter*, secondo comma, lett. *b*), t.u.f.)<sup>99</sup>, come anche il ritorno all'ordinario regime dell'*art. 2470 c.c.*: è evidente che ciò può generare all'interno della medesima un indistinto, temporalmente incerto ed limitatamente governabile<sup>100</sup> amalgama di regole circolatorie diverse applicabili su base soggettiva e senza che i potenziali investitori possano avere dall'esterno un'informazione univoca in proposito, dato che ciò non risulterà con immediatezza dal registro delle imprese. Quale che sia la latitudine applicativa che s'intende riconoscere al sistema circolatorio alternativo disegnato dall'*art. 100-ter t.u.f.*, diviene dunque inevitabile concludere nel senso dell'inadeguatezza (o comunque, della precarietà) di una regola che poggia su volizioni individuali rispetto al fine di contribuire a formare mercati secondari delle partecipazioni di s.r.l.

---

in *Nuove leggi civ. comm.*, 2018, 1267 ss., cui *adde*, P. REVIGLIONE, *Sottoscrizione e trasferimento delle partecipazioni sociali nelle P.M.I. costituite in forma di s.r.l.*, in *Start up e P.M.I. innovative*, (nt. 9), 389 ss., 393 ss. Per ulteriori riferimenti, cfr. A. LAUDONIO, (nt. 12), 1290 ss., ove anche il rilievo per cui «la difficoltà di conoscere per certo ed immediatamente l'identità dei soci genera un'ulteriore ed ancor più serio fattore impeditivo per la formazione di mercati secondari delle quote di s.r.l. PMI: in effetti, stante anche il fatto che esse non sono quotate su alcun mercato regolamentato, l'interrogativo su come reperire un potenziale (ed effettivo) venditore non è affatto scontato».

<sup>98</sup> Aperture – tendenzialmente *de lege ferenda* – all'ipotesi che le s.r.l. siano rappresentate e circolino grazie alla DLT sono presenti in M. SCIUTO, (nt. 43) 574 ss.; S. CORSO, (nt. 19), 55 ss., 168 ss.

<sup>99</sup> Questa norma può essere accostata a quella dell'*art. 2354*, primo comma, c.c. solo nella misura in cui entrambe rimettono al socio la determinazione circa la disciplina circolatoria applicabile ai titoli azionari emessi in suo favore. Tale scelta, ad ogni modo, è sostanzialmente preclusa nelle s.p.a., i cui titoli devono essere nominativi (salvo limitate eccezioni) per effetto di leggi speciali anteriori allo stesso codice civile (*art. 1 r.d.l. n. 1148/1941*).

<sup>100</sup> Avvenuta l'emissione, non sembra che all'emittente sia data la possibilità di intervenire sulle scelte dei soci che intendano aderire o meno alla tecnica intermediata dell'*art. 100-ter t.u.f.*, predefinendo una disciplina che consenta di irreggimentare le loro inclinazioni individuali. Ciononostante, si può argomentare in favore di un'interpretazione analogica di quella parte dell'*art. 2354*, primo comma, c.c. che consente di limitare statutariamente le scelte dei soci tra le tecniche circolatorie ivi contemplate: se una simile restrizione può valere per le s.p.a., consentendo loro di stabilizzare i regimi di circolazione e sottraendoli all'arbitrio dei soci, pare che possa essere impiegata anche dalle s.r.l. che intendano prevenire la scelta di cui all'*art. 100-ter*, secondo comma, lett. *b*), t.u.f., e così vincolare i propri soci all'adozione del regime intermediato *ex art. 100-ter t.u.f.*: sarebbero così legittimate quelle previsioni statutarie che impongano a tutti i soci di effettuare l'opzione per il regime *art. 100-ter t.u.f.* e di mantenerla sino a che la società non stabilisca di ricorrere ad una diversa regola di trasferimento.

Un'ipotetica estensione alle partecipazioni di s.r.l. della circolazione digitale ai sensi del d.l. n. 25/2023, pertanto, non solo avrebbe il merito di stabilizzare e rendere uniforme il loro trasferimento, ma la sua adozione dovrebbe passare per una deliberazione modificativa dello statuto (eventualmente legittimando il recesso di chi non vi concorra, in applicazione analogica dell'art. 2437, secondo comma, lett. b), c.c.). Conforto a questa illazione proviene dalla previsione dell'art. 15, primo comma, d.l. n. 25/2023 secondo cui «l'emittente può deliberare un mutamento del regime di forma e circolazione degli strumenti finanziari digitali appartenenti alla *medesima emissione*»: resta così confermato che la circolazione digitale è (o, meglio, aspira ad essere) un regime *corporativo* e quindi sottratto alle oscillazioni delle volontà individuali dei soci e che esso investe l'*insieme* degli strumenti compresi in ogni emissione (da intendersi nel senso che è comprensivo dell'intera categoria di strumenti aventi determinate caratteristiche, a prescindere dal fatto che siano stati emessi *uno actu* o meno)<sup>101</sup>. Ciò scongiura la possibilità che per volontà dell'emittente o dei singoli titolari si possa generare una pluralità di leggi circolatorie contestualmente applicabili in relazione agli strumenti compresi in un'emissione, un'indesiderabile babele traslativa che, ancora una volta, potrebbe contrastare con la piana operatività del mercato.

I contenuti della delibera sarebbero pubblicizzati attraverso il registro delle imprese e, continuando ad integrare in via d'ipotesi il d.l. n. 25/2023, i termini e le condizioni inerenti a ciascuna emissione dovrebbero altresì essere resi disponibili in forma elettronica (arg. ex art. 12 d.l. n. 25/2023). Oltre a ciò, qualora l'emissione non sia realizzata su un SS DLT o su un TSS DLT, si dovrebbe prevedere l'allestimento di una sorta di rete di sicurezza, consistente nella predisposizione di una strategia di transizione (art. 14 d.l. n. 25/2023), per il caso in cui le scritturazioni debbano essere trasferite da un registro a un altro o per il mutamento del regime di forma e circolazione degli strumenti finanziari digitali allorché un altro registro non sia disponibile.

Resterebbero invariate le previsioni attinenti all'esercizio delle prerogative di carattere amministrativo e patrimoniale, le quali, come già segnalato, incongruamente richiedono la fissazione di una *record date* (artt. 7 e 8 d.l. n. 25/2023), ma nel suo complesso nulla impone che le quote di partecipazione "digitalizzate" siano standardizzate.

Benché nel d.l. n. 25/2023 ciò non sia stato considerato (in ragione della naturale standardizzazione degli strumenti ammessi alla circolazione digitale), la tecnologia DLT è in grado di accomodare al suo interno e di fornire adeguata rappresentazione anche alle "ordinarie" quote partecipative di s.r.l. Il fatto che il valore

---

<sup>101</sup> Ciò è coerentemente ribadito anche nella norma in cui si consente la conversione al regime digitale di strumenti finanziari originariamente soggetti a un diverso regime di circolazione «purché lo statuto, o i termini e le condizioni di emissione, lo consentano e siano oggetto di conversione *tutti gli strumenti finanziari appartenenti alla medesima emissione*» (art. 15, secondo comma, d.l. n. 25/2023).

di ciascuna possa essere diverso non è precluso da alcuna limitazione tecnica, né da previsioni legali ed anzi potrebbe essere indirettamente confermato dalla norma che ai fini della loro dematerializzazione esige che le quote siano di “eguale valore e conferenti eguali diritti” (art. 3, primo comma, legge “Capitali”, aggiuntivo di un comma 2-bis all’art. 26 d.l. n. 179/2012). Inoltre, tale circostanza può non essere d’impedimento alla formazione di un mercato sufficientemente liquido se si concede che tali quote possano essere veicolate – tra le altre modalità consentite dalla DLT – da *non fungible tokens*<sup>102</sup> suscettibili di ulteriore frazionamento<sup>103</sup> in particelle omogenee o meno (eventualmente stabilendo altresì quale sia la frazione minima), il che pare essere ammesso – seppure (ancora) non regolato – a livello eurounitario, secondo il cui incerto fraseggiare «le frazioni di una cripto-attività unica e non fungibile non dovrebbero essere considerate uniche e non fungibili. L’emissione di cripto-attività come token non fungibili in un’ampia serie o raccolta dovrebbe essere considerata un indicatore della loro fungibilità» (considerando n. 11 reg. MiCA).

La suggerita frazionabilità dei *tokens* rappresentativi di quote di partecipazione<sup>104</sup>, per altro verso, risulterebbe armonica con la loro naturale divisibilità e sarebbe più rispettosa dell’identità tipologica delle s.r.l., che potrebbero continuare ad essere dotate di quote “personalizzate” (nella loro misura rispetto alla partecipazione dei soci<sup>105</sup> o nei diritti in esse inclusi) ed al contempo avviarsi con ap-

---

<sup>102</sup> Si condivide sul punto il pensiero di M. ONZA, (nt. 65), 10, a parere del quale «non potrebbe escludersi una rappresentazione “digitale”, in token, di (diritti e obblighi derivanti da) *partecipazioni sociali che non siano normativamente riconducibili agli “strumenti finanziari” e neppure alle cripto-attività soggette al MiCA: in una parola, partecipazioni sociali “NFT” che sfuggono anche alla regolamentazione, domestica ed europea, del “regime pilota”*».

<sup>103</sup> Compatibile con la naturale divisibilità della quota partecipativa di s.r.l. (sostenuta dalla dottrina maggioritaria: P. REVIGLIONE, *sub art. 2468*, in *Il nuovo diritto societario. Commentario*, (nt. 35), II, 1815 s.; G. ZANARONE, (nt. 3), 514; S. FORTUNATO, *La società a responsabilità limitata. Lezioni sul modello societario più diffuso*<sup>2</sup>, Torino, Giappichelli, 2020, 102 s.; M. CIAN, “Unitarietà” e “disgregabilità” delle partecipazioni di s.r.l. nelle vicende organizzative, in *Giur. comm.*, 2021, I, 398 ss., il quale approfondisce poi l’analisi in relazione ai diritti ed alle vicende che possono essere interessati dal frazionamento; M. SCIUTO, (nt. 43), 566 ss.; A. ABU AWWAD, *Quote di partecipazione, categorie di quote e diritti particolari*, in *Trattato delle società*, (nt. 6), 229; per una posizione gradata, cfr. L. DI NELLA, *sub art. 2468*, in *S.r.l. Commentario*, (nt. 87), 276 ss.), che si direbbe anzi essenziale nell’ambito delle s.r.l. che si aprano al mercato dei capitali (nel senso dell’implicita presenza di una previsione che consenta la divisibilità della partecipazione in questo caso: G. SANTONI, (nt. 29), 106).

<sup>104</sup> Che non si crede possa comunque spingersi a legittimare una dissociazione tra i diritti sociali e la partecipazione stessa: in tal senso, cfr. le attente considerazioni di M. SCIUTO, (nt. 43), 471 ss.

<sup>105</sup> Sottolinea opportunamente M. SCIUTO, (nt. 43), 547, che non «si registra un vincolo di ordine quantitativo – cioè di standardizzazione in unità partecipative di uguale “peso” – nella conformazione delle quote offerte al pubblico». Si segnalano altresì nella medesima opera le ulteriori considerazioni a p. 554 ss. Si veda altresì M. CIAN, (nt. 6), 831 s., per il quale «la standardizzazione, se è legittima, non è peraltro verosimilmente necessaria; nulla pare impedire all’atto costitutivo di limitarsi a preconstituire

prezzabile gradualità su un percorso di crescita e di apertura ai mercati<sup>106</sup>. Semmai una simile disciplina della rappresentazione e circolazione delle quote di partecipazione di s.r.l. fosse così introdotta, sarebbe infine rispecchiata un'ulteriore e fondamentale differenza rispetto alle s.p.a.: si tratta della circostanza per cui la decisione in merito alla divisione delle partecipazioni nelle s.r.l. ha carattere *individuale* (e si lega alla realizzazione del momento traslativo), mentre nelle s.p.a., al fine di superare l'essenziale caratteristica della indivisibilità dei titoli azionari (art. 2347 c.c.), si richiede una modifica statutaria che ne determini il frazionamento (e quindi una decisione *corporativa*).

Tutto ciò consentirebbe di sfruttare utilmente le caratteristiche della DLT adattandola alle peculiarità delle quote di partecipazione di s.r.l., anziché “appiattare” queste ultime sul paradigma delle azioni e dei loro predicati, con il rischio di travalicare surrettiziamente (ciò che resta de)i limiti che separano tipologicamente la s.r.l. dalla s.p.a.<sup>107</sup>. Si sarebbe altresì ottenuto un sistema in grado di dare eviden-

---

l'aliquota di capitale complessivamente espressa dalle quote di categoria e di assegnare quote di entità diversa ai primi sottoscrittori, lasciando che poi il numero e la dimensione delle medesime possano variare in ragione delle vicende circolatorie successive. [...] In prospettiva, la quota potrebbe altresì suddividersi, per effetto di cessioni parziali, parcellizzando il diritto diverso tra le frazioni».

<sup>106</sup> Si sottoscrive ancora l'interpretazione di M. SCIUTO, (nt. 43), 536 ss., che argomenta: «La stessa possibilità di offrire al pubblico quote di s.r.l., come sopra visto, “nasce” e viene configurata, già a livello codicistico, come relazionabile – e quindi astrattamente compatibile, e proprio per questo vietata – con la “classica” [...] conformazione personalistica, unitaria e non standardizzata, della quota di s.r.l., quale modalità partecipativa dichiaratamente alternativa ed incompatibile con quella azionaria; sicché la parziale rimozione del divieto di offerta al pubblico delle quote di s.r.l., non significa presupporre una conformazione diversa da quella già espressa dal Codice Civile» e inoltre «la possibilità di emettere “categorie di quote” [...] di per sé implica una necessaria omogeneità di contenuto di una pluralità di partecipazioni, e diversità di tale contenuto rispetto a quello di altre [...]]; ma ciò – si badi – in espressa deroga non già [al] divieto di strutturare le quote come azioni previsto dal primo comma dell'art. 2468, c.c., quanto piuttosto [...] quale mera tecnica alternativa a quest'ultima, al fine di differenziare il contenuto delle partecipazioni sociali». Convincente anche la riflessione di N. CIOCCA, A. GUACCERO, (nt. 9), 848 s., formulata in relazione alle s.r.l. P.M.I., ma estendibile a tutte le s.r.l., secondo cui «La circostanza [...] che vi siano quote di una medesima categoria, qualificata da diritti diversi (ad esempio, il diritto a un dividendo minimo prioritariamente pagato), ciascuna individualizzata, e quindi di misura diversa, rispetto alle altre non pone alcun ostacolo al regolare funzionamento della categoria. Quest'ultima è costituita dall'intero (riferito alla complessiva categoria) e ciascuna quota sarà parametrata in termini percentuali rispetto all'intero. Inoltre la standardizzazione non è indispensabile neanche ai fini dell'offerta al pubblico. Tale offerta può realizzarsi consentendo la sottoscrizione di quote di ammontare esattamente identico alla misura dell'investimento reso disponibile da ciascun destinatario, prestandosi anzi meglio a venire incontro alle esigenze del mercato. Infine in sede di circolazione successiva, ciascuna quota potrà essere ulteriormente frazionata, salva disposizione dell'atto costitutivo in senso contrario alla divisibilità, disposizione che peraltro sarebbe poco coerente con l'apertura al mercato dei capitali. Anche l'accrescimento della quota non è impedito dalla mancanza di standardizzazione. Lo stesso socio che incrementi la misura della propria partecipazione disporrà con ciò di una quota di maggiori dimensioni percentuali, appartenente alla relativa categoria».

<sup>107</sup> In buona misura travolti dalla sottoponibilità alla circolazione scritturale *ex artt. 83-bis ss.*

za alle posizioni di titolarità ed ai relativi trasferimenti ed agevolativo rispetto all'esercizio dei diritti sociali, caratterizzato dalla stabilità, dalla trasparenza e dalla verificabilità, e, di conseguenza, osservante delle finalità pubblicistiche che si è ritenuto presidino in particolare la circolazione di queste partecipazioni sociali. Resterebbe da valutare se esso debba essere necessariamente esternalizzato, ovvero se, in presenza di determinati controlli esterni o di determinati parametri qualitativi, possa essere internalizzato dagli emittenti stessi, così consentendo un abbattimento dei prevedibili costi operativi che potrebbero disincentivarne l'adozione, ma a questo punto deve arrestarsi il discorso sul possibile per tornare all'attualità del diritto.

### *6. La circolazione delle quote di s.r.l.-PMI in regime di dematerializzazione prevista nella legge "capitali".*

Ricollegandoci a quanto appena finito di rilevare con riguardo ad un futuribile regime circolatorio a registri distribuiti delle partecipazioni di s.r.l., pare che sia anzitutto un problema di onerosità economica ed organizzativa quello che, ad avviso di chi scrive, dissuaderà queste società dal valersi della facoltà di ricorrere al diverso regime della dematerializzazione, oggi contemplato dall'art. 3 legge "capitali", il quale, introducendo un comma 2-*bis* all'art. 26 d.l. n. 179/2012, permetterà alle s.r.l. PMI di assoggettare "le quote appartenenti alle categorie del comma 2, aventi eguale valore e conferenti uguali diritti, delle società di cui al medesimo comma" alla "forma scritturale ai sensi di quanto previsto dall'articolo 83-*bis* del testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58".

Ci si può in effetti interrogare su quale sia il vantaggio che una s.r.l. in fase di crescita e di apertura al mercato possa ricavare dalla dematerializzazione "forte" delle proprie partecipazioni che non possa essere attinto – e forse con minor esborso – ricorrendo ad altri canali di raccolta del capitale (di rischio o di debito)<sup>108</sup>. Oltretutto, benché elevate, le soglie che identificano le s.r.l. PMI ne lascia-

---

t.u.f. delle quote di s.r.l. realizzata attraverso l'art. 3 legge "capitali", di cui si dirà nel paragrafo successivo.

<sup>108</sup> In effetti, non si può nascondere che l'applicazione a termini invariati della dematerializzazione alle s.r.l. PMI sembra altresì travisare il canone del *think small first*, formulato nella raccomandazione UE nota come *Small Business Act* (COM(2008) 394 final), e secondo il quale «essere favorevole alle PMI deve divenire politicamente normale, in base alla convinzione che le regole devono rispettare la maggioranza di coloro che le usano: ecco il principio "Pensare anzitutto in piccolo" (Think Small First). Lo "Small Business Act" mira perciò a migliorare l'approccio politico globale allo spirito imprenditoriale, ad ancorare irreversibilmente il principio "Pensare anzitutto in piccolo" nei processi decisionali – dalla formulazione delle norme al pubblico servizio – e a promuovere la crescita delle PMI aiutandole ad affrontare i problemi che continuano a ostacolarne lo sviluppo».

no fuori una ridotta percentuale, che probabilmente è quella meglio attrezzata in termini organizzativi ed economico-finanziari e potrebbe altresì aver interesse ad optare per tale regime circolatorio al fine, per così dire, di “mettere il piede nell’acqua” in vista dell’accesso a *trading venues* che impongono la standardizzazione e la dematerializzazione degli strumenti negoziati<sup>109</sup>.

Rispetto, poi, ad altri interventi settoriali che hanno variamente trasfigurato le s.r.l. negli ultimi anni, non è fuori luogo sottolineare l’inconsapevolezza del legislatore che è intervenuto sulla materia, se solo si osserva che nel dossier n. 94/3 di accompagnamento al d.d.l. AS n. 674 (da cui è scaturita la l. n. 21/2024) si leggono surreali considerazioni intorno all’«eliminazione del certificato fisico che rappresenta la proprietà del titolo» o alla circostanza che «i risparmiatori non rischiano di subire il furto dei propri titoli oppure di entrare in possesso di titoli falsi e al contempo gli emittenti risparmiano i costi di stampa», ovvero che «a livello di sistema, si riducono i costi di movimentazione (conseguente all’avvicendamento della proprietà) dei titoli», o, ancora che «il pagamento degli interessi e il rimborso del capitale alla scadenza non sono più legati alla presentazione dei titoli, poiché avvengono con accrediti sui conti bancari e sui conti detenuti dagli emittenti presso la società di gestione accentrata».

Ferma restando la macroscopica erroneità di questi enunciati, non pare viceversa in sé criticabile l’accostamento della “dematerializzazione” alle quote di s.r.l.: se della forma scritturale regolata all’interno degli artt. 83-*bis* ss. t.u.f. si assume come centrale il fatto che essa contempra il funzionamento di un complesso sistema di rappresentazione e circolazione (pluri)intermediata delle “unità” che vi sono sottoposte, la circostanza che tali unità siano sprovviste di una qualsivoglia materialità anteriormente al loro assoggettamento (come è per le partecipazioni di s.r.l.) può essere degradata a livello di un’inelegante, seppur innocua, *contradictio in adiecto*.

Ciò che conta è che la dematerializzazione dev’essere intesa come la designazione sintetica e convenzionale di una complessa trama di operatori che, intervenendo in vari ruoli nel ciclo di emissione e trasferimento delle “entità” ad essa sottoposte, ne consentono la venuta ad esistenza mediante l’iscrizione in conti (unica ed insostituibile forma espressiva) e ne rendono possibile la circolazione attraverso la variazione dei saldi di questi conti. Se essa è nata in risposta all’esigenza di azzerare «la manipolazione di masse cartacee sempre più imponenti»<sup>110</sup>, nulla impedi-

---

<sup>109</sup> Rispetto all’estromissione delle “grandi” s.r.l. dall’accesso al regime scritturale si potrebbero ovviamente adombrare dubbi di legittimità costituzionale (*ex* artt. 3, secondo comma e 41 Cost.) in ragione della loro ingiustificata pretermissione rispetto ad esigenze di ulteriore sviluppo o di agevolazione rispetto all’accesso al mercato dei capitali certo non diverse (né minusvalenti) rispetto a quelle delle s.r.l. PMI. Circa le analoghe sperequazioni poste dai regimi speciali riservati alle s.r.l. *start-up* innovative ed alle s.r.l. PMI, v. *amplius* G. ZANARONE, (nt. 4), 561 ss., 798 ss.

<sup>110</sup> Il testo virgolettato appartiene a P. SPADA, (nt. 30), 128.

sce che possa essere impiegata per rappresentare e movimentare anche le partecipazioni di s.r.l., dato che il suo aspetto essenziale è appunto l'accentramento dell'intermediazione<sup>111</sup>, rispetto al quale, per vero, le quote di s.r.l. non sono del tutto estranee, provenendo dall'accentramento presso il registro delle imprese<sup>112</sup>.

Superata questa precisazione, non resta che tentare di affrontare alcuni nodi problematici alla luce di quanto emerge dal testo della legge "capitali" e dal suo coordinamento con le previsioni del t.u.f.

Un primo rilievo di portata generale che si può formulare attiene al "disallineamento" di tale precetto rispetto al complesso di previsioni dell'art. 83-bis t.u.f., nel quale l'adozione della forma scritturale per la rappresentazione e circolazione dei propri titoli è – in un disegno connotato da un'intrinseca progressività – oggetto di un obbligo per gli emittenti ammessi alla negoziazione in una sede italiana o di altro stato UE, oppure di una facoltà per gli altri emittenti "diversi": per le s.r.l. PMI l'accesso alla dematerializzazione risulta dunque una possibilità, tuttavia non estesa a tutte le s.r.l. e, come detto, sorprendentemente, inaccessibile per le s.r.l. di maggiori dimensioni.

Non è peregrino allora chiedersi quale sia la sorte della s.r.l. PMI che, essendosi avvalsa di tale previsione asseritamente rivolta a favorirne la crescita, vada incontro ad un successo tale da superare i limiti oltre i quali non può più essere qualificata alla stregua di una PMI. In tal caso non si crede possibile riallacciare quei fili sistematici che hanno consentito ad un'attenta dottrina di pronunciarsi a favore dell'ultrattività delle categorie di quote nelle s.r.l. PMI che sfiorino il confine che le separa dalla "grande" s.r.l.<sup>113</sup>: la conseguenza è allora che queste s.r.l. (ex) PMI si troveranno di fronte all'alternativa tra la necessità di fuoriuscire (repentinamente) dall'ambiente intermediato della circolazione dematerializzata<sup>114</sup> o di trasformarsi in una s.p.a. pur di conservare nella sovrapponibile veste azionaria le quote (già) dematerializzate<sup>115</sup>.

---

<sup>111</sup> V. *supra*, sub nt. 30.

<sup>112</sup> Parla di «informatizzazione centralizzata del libro dei soci di s.r.l.» F. MURINO, (nt. 94), 73 ss.

<sup>113</sup> Si vedano le persuasive argomentazioni di N. CIOCCA, A. GUACCERO, (nt. 9), 849 s.

<sup>114</sup> Non si crede infatti possibile applicare l'art. 34, quinto comma, Provvedimento unico sul *post-trading* Consob/Banca d'Italia recante la disciplina delle controparti centrali, dei depositari centrali e dell'attività di gestione accentrata, in virtù del quale «al cessare delle condizioni previste dai commi 1 e 2, gli strumenti finanziari permangono nel sistema di gestione accentrata in regime di dematerializzazione ai sensi del comma 3, salva diversa determinazione dell'emittente». Il riferimento al terzo comma, invero, è inteso alla dematerializzazione su base volontaria, in ogni caso preclusa alle s.r.l. che non siano PMI.

<sup>115</sup> Potendosi profilare «il rischio implicito del mancato raggiungimento di una maggioranza sufficiente a deliberare la trasformazione, con l'ineluttabilità della liquidazione della società per impossibilità di funzionamento dell'assemblea rispetto ad una decisione che a quel punto si renderebbe necessitata»: si adattano così al diverso contesto le acute considerazioni di N. CIOCCA, A. GUACCERO, (nt. 9), 849.



Il tutto per effetto di una previsione che, come detto, avrebbe dovuto essere funzionale alla loro crescita.

Tornando al riferimento alle categorie di quote di s.r.l. dell'art. 3 legge "capitali", esso consente al discorso sin qui svolto di riannodarsi al suo inizio, agli esordi delle s.r.l. "finanziariamente modificate": tali categorie sono quelle la cui creazione è stata inizialmente consentita alle *start-up* innovative e poi via via alle altre varianti, dalla portata soggettiva sempre più estesa, che ad esse sono seguite. Senza cedere all'irragionevole interpretazione per cui solo le categorie di quote "speciali" e non anche quelle "ordinarie", se aventi uguale valore e diritti, possono essere dematerializzate, pare possibile ricavare da questo enunciato una considerazione significativa: la standardizzazione è connaturata alla dematerializzazione.

L'accesso alla dematerializzazione impone conseguentemente alle s.r.l. per ragioni eminentemente tecniche di scandire le proprie partecipazioni sociali in frazioni omogenee per valore e pretese giuridiche veicolate (quanto meno per categorie), alla stessa stregua delle s.p.a.: le prime finiscono così per sovrapporsi alle seconde al termine di un accidentato percorso di avvicinamento<sup>116</sup> in cui anche l'ultima tappa, ovvero il divieto di rappresentazione in azioni dell'art. 2468, primo comma, c.c., può dirsi con certezza ormai superata.

Tuttavia, una simile configurazione non sarebbe stata imprescindibile nell'ambiente DLT<sup>117</sup> e – magari non consapevolmente – nemmeno nel d.l. n. 25/2023 e non si riesce a dare spiegazione del perché il legislatore abbia inteso accostare ai regimi esistenti anche l'accesso alla dematerializzazione, senza stabilire alcun raccordo (che pure sarebbe stato possibile), né attendere la conclusione del periodo di sperimentazione introdotto dal Regime Pilota per valutare l'opportunità di abbracciare a più ampio spettro la tecnologia a registri distribuiti ovvero accantonarla in favore della dematerializzazione.

Diviene così estremamente difficoltosa l'opera di ricomposizione del quadro sistematico in relazione al comma 2-*quater* che l'art. 3 della legge "capitali" ha introdotto nell'art. 26 d.l. n. 179/2012. Da un lato, infatti, si prevede l'obbligo di tenuta del libro dei soci per tutte le s.r.l. PMI che intendano ricorrere alla dematerializzazione delle proprie quote (con la prevedibile conseguenza, confermata dall'applicazione dell'art. 83-*undecies*, primo comma, t.u.f., che tale libro, sostanzialmente privo di funzione legittimante, svolgerà un ruolo informativo del tutto marginale, come già accade per le s.p.a. a cui si applica tale legge circolatoria).

---

<sup>116</sup>L'espressione adoperata è ispirata al titolo di un articolo di O. CAGNASSO, *La "lunga marcia" di avvicinamento delle partecipazioni di s.r.l. alle azioni*, in *Giur. it.*, 2017, 2425 ss.

<sup>117</sup>In seno al quale, come si è in precedenza argomentato, sarebbe forse stato possibile preservare la specifica identità delle quote di partecipazione in s.r.l., tracciando al contempo una linea distintiva tra due leggi circolatorie altrimenti fortemente differenti sul piano funzionale nella prospettiva dell'emittente e dei soci.

Dall'altro lato, si riscontra la presenza di una norma dalla portata potenzialmente vastissima, poiché riferita alle “quote di partecipazione emesse in forma diversa da quella scritturale” senza alcuna ulteriore specificazione, se non quella, per vero molto blanda, che si desume dal costante riferimento alle s.r.l. PMI. Questa regola, suscettibile di sottrarre all'applicazione dell'art. 2470 c.c. la circolazione delle quote di s.r.l. PMI, purché emesse in una qualunque forma diversa da quella scritturale, restituisce al libro dei soci il ruolo centrale ed esclusivo di identificazione dei soci e legittimazione all'esercizio dei diritti sociali, poiché in esso devono essere indicati “distintamente per ogni categoria, il nome dei soci, la partecipazione di spettanza di ciascuno, i versamenti fatti sulle partecipazioni nonché le variazioni nelle persone dei soci”. Il riferimento alla distinzione per categorie che dev'essere preservata nell'ambito del libro dei soci può essere ritenuto un obbligo ad attivazione eventuale, che insorge nel caso in cui, appunto, si sia voluto procedere all'emissione di tali categorie, restando altrimenti invariabilmente obbligatoria l'adozione del libro, il cui ruolo, peraltro, è insensibile alla sottostante forma e circolazione delle partecipazioni. Parrebbe inoltre irragionevole che affermare il libro debba essere istituito solo in relazione all'eventuale categorizzazione delle partecipazioni sociali, dal momento che l'esigenza di identificare i soci e legittimarli all'esercizio dei relativi diritti (salve le speciali e inderogabili forme previste nell'ambito della dematerializzazione), non insorge certo solo in tal caso.

Dato, poi, che alla s.r.l. non è stato consentito di rendersi “responsabile del registro” rispetto alle proprie partecipazioni, non si creeranno almeno per queste delle situazioni di possibile coesistenza di leggi circolatorie differenziate, ma il problema resta aperto per quanto riguarda i titoli di debito o di altri strumenti para-obbligazionari, rispetto ai quali non è previsto alcun collegamento per il passaggio da una forma rappresentativa all'altra. Stante l'assenza di dialogo tra gli intermediari, non è altresì possibile escludere ipotesi di emissioni con identiche caratteristiche (irregolarmente) sottoposte in parte alla circolazione digitale e in parte a quella dematerializzata.

Un ultimo accenno va fatto alla circostanza che la dematerializzazione non offre le medesime garanzie di trasparenza ed immediata verificabilità che si è detto possono essere proprie della DLT e che avrebbero in ipotesi reso tale tecnologia più compatibile con quei principi di ordine pubblico sottesi al regime “ordinario” di circolazione delle partecipazioni di s.r.l.: essa, anzi, per un verso va precisamente incontro a quello scollamento tra emittente e soci ben noto al legislatore europeo, che aveva già stigmatizzato l'eccessiva lunghezza delle catene di intermediari (considerando nn. 4-11 della dir. (UE) 2017/828, modificativa della precedente dir. 2007/36/CE in materia di diritti degli azionisti), senza apportare significativi miglioramenti alla situazione sostanziale<sup>118</sup>. Per altro verso, laddove si

---

<sup>118</sup> Pur auspicati da N. ABRIANI, (nt. 76), 370 s., 375 s.

è optato di reinstaurare il libro dei soci per le partecipazioni non dematerializzate, si è effettuata una scelta che avrebbe necessitato un'attenta saldatura con i meccanismi pubblicitari presso il registro delle imprese (ed i relativi effetti disciplinati dal codice civile): questa congiunzione tuttavia è mancata e la problematica che ne deriva andrà probabilmente risolta nel senso della perdurante prevalenza del ruolo del registro. Oltre ai dubbi lasciati aperti sul rapporto tra le norme codicistiche ed il redivivo libro dei soci, non è d'altro canto neanche difficile immaginare quali possano essere le ripercussioni di tale eccentrica previsione sulla dispersa galassia delle s.r.l. (particolarmente su quelle non PMI e con titoli non dematerializzati) ed in specie l'impatto sul mai sopito dibattito sulla reintroduzione su base volontaria del libro dei soci e sulle relative funzioni.

### *7. Alla ricerca di un sistema dietro i diversi regimi alternativi di circolazione delle s.r.l.*

Un famoso scrittore portoghese ha consegnato alle sue pagine la frase per cui *o caos è una ordem por decifrar*<sup>119</sup> e, seppure i testi normativi che si è sin qui studiato abbiano ben poco a che vedere con la letteratura, somministrano ugualmente all'interprete una consistente dose di disordine entro cui è particolarmente arduo intuire gli indizi di un possibile sistema.

Se in ognuno degli interventi in discussione è evidente l'aspirazione ad un potenziamento dei canali di accesso ai mercati dei capitali per le s.r.l., le motivazioni alla base di tale impulso restano però poco intelleggibili ed anche il progressivo sfaldamento degli ambiti soggettivi ed oggettivi di applicazione non consente di ricostruire *a posteriori* le ragioni alla base delle varie riforme.

Certa è la mancanza di rapporti reciproci tra l'uno e l'altro silos normativo e ciò imporrà agli sforzi dell'autonomia privata il difficile compito di prevenire gli effetti pregiudizievoli che si potrebbero verificare nel passaggio da un regime circolatorio all'altro. Il (forse prematuro) tentativo di tracciare una mappa potrebbe restare frustrato non tanto dal sopraggiungere di ulteriori novelle, quanto da una realtà operativa che potrebbe prendere strade diverse o, come accaduto con diverse opportunità schiuse sin dalla riforma del diritto societario del 2003, non prenderne nessuna, nel timore di perdersi in un labirinto che il legislatore ha costruito con – involontaria – acribia.

Non potendo rinunciare all'esperimento ricostruttivo, si può azzardare una sequenza per punti che possa non tanto ricreare artificialmente un ordine mancante, quanto fornire delle collocazioni approssimative (e rese tali anche dall'intrinseca qualità delle leggi in questione).

---

<sup>119</sup> Si tratta della citazione apocrifia collocata in epigrafe al romanzo *O homem duplicado* di Jorge Saramago.

1) Il regime alternativo dell'art. 100-ter t.u.f. si accompagna ad un'offerta al pubblico di quote partecipative che può essere realizzata secondo una pluralità di modi; esso non richiede, né probabilmente è del tutto compatibile con la formazione di un mercato secondario, ma consente all'emittente di avere un primo riscontro in merito alla ricezione dell'offerta (e di fatto, il suo scarso impiego nella prassi sembra deporre in tal senso). Questo regime è compatibile con l'offerta di quote non standardizzate.

2) La circolazione digitale di cui al d.l. n. 25/2023 attinge largamente all'arsenale concettuale della dematerializzazione, ma concede qualche margine di flessibilità in più, che allo stato, però, non risulta accessibile per le s.r.l., in quanto esse potranno solo esternalizzare ad un responsabile del registro la gestione dell'emissione e dei trasferimenti di titoli di debito e di altri strumenti assimilati; la complessità del sistema potrebbe escludere di fatto gli emittenti meno strutturati, anche se la crescita del ricorso al mercato del capitale di debito negli ultimi anni da parte delle s.r.l. potrebbe lasciare ben sperare in ulteriori sviluppi. La DLT è astrattamente compatibile con l'emissione e la negoziazione di quote non standardizzate, ma attualmente le partecipazioni di s.r.l. non sono ricomprese tra gli strumenti assoggettabili a circolazione digitale.

3) La dematerializzazione estesa dalla legge "capitali" alle s.r.l. PMI, per la sua elevata onerosità, sarà verosimilmente accessibile soltanto ad emittenti che si collocano nella fascia più elevata di questa categoria ed a causa del suo ambito di applicazione soggettiva si potrebbe porre più come un ostacolo alla loro crescita, che non un incentivo. Le s.r.l. "mature" potenzialmente interessate potrebbero ritenere più prudente mutare complessivamente la loro struttura organizzativa trasformandosi in s.p.a. ed assoggettare facoltativamente le proprie azioni alla dematerializzazione<sup>120</sup>. La dematerializzazione è compatibile esclusivamente con l'emissione e la negoziazione di partecipazioni standardizzate.

Sul punto, nella presente temperie di transizione tecnologica si può forse avviare una riflessione sul rapporto tra negoziabilità e standardizzazione, nell'ambito della quale interrogarsi sull'imprescindibilità di tale presupposto. Se esso, come pare, si è affermato in virtù delle tecniche che hanno nel tempo supportato il funzionamento dei mercati finanziari poiché maggiormente consentaneo con la ripetitiva automazione degli scambi, oggi per più di un motivo si potrebbe revoca-

---

<sup>120</sup> Non pare in effetti un caso che il legislatore tedesco abbia scelto di estendere il proprio regime sulla circolazione "elettronica" (inizialmente introdotto con la *Gesetz über elektronische Wertpapiere* del 3 giugno 2021 solo per i titoli obbligazionari al portatore) solo alle azioni in base ad una serie di modifiche mirate apportate dalla *Zukunftsfinanzierungsgesetz* all'*Aktiengesetz*. Per una prima informazione, v. S. OMLOR, *Elektronische Aktien nach dem Zukunftsfinanzierungsgesetz*, in *RDi*, 2024, 19 ss. Ulteriori approfondimenti (in chiave critica) in F. MÖSLEIN, *Elektronische Aktien im Wertpapierrecht*, in *Kryptoaktien. Erweiterung des eWpG durch das Zukunftsfinanzierungsgesetz*, her. v. F. MÖSLEIN, S. OMLOR, Tübingen, Mohr Siebeck, 2024, 93 ss.

re in dubbio la necessità di strumenti finanziari uniformi: anzitutto, basti considerare l'elevata duttilità della DLT e la sempre crescente capacità computazionale degli strumenti informatici, le quali sono perfettamente in grado di supportare, come di fatto supportano, la circolazione di strumenti (*tokens*) non omogenei<sup>121</sup>. Secondariamente, non si deve neppure accentuare troppo il ruolo della standardizzazione dei titoli di massa, dal momento che l'operatività dei mercati si è fatta sempre più eclettica per raccogliere il maggior numero di ordini possibile e così agevolare la fluidità delle negoziazioni.

Maturato il convincimento che non manchino, né mancheranno strumenti tecnologici sempre più efficienti e veloci grazie a cui trasferire partecipazioni sociali ed altri strumenti finanziari, ci si potrebbe a questo punto chiedere perché queste nuove tecnologie non possano essere integrate nel sistema nel rispetto di un principio di proporzionalità: ciò esigerebbe il concepimento di una lineare progressione di leggi circolatorie, per consentire a compagini capitalistiche medio-piccole di mantenere al proprio interno (con qualche risparmio) una gestione più efficiente delle vicende traslative e condurle attraverso a vari stadi ad una graduale e strutturata apertura che approssimi gli emittenti diversi da quelli azionari a questi ultimi. Il percorso idealmente culminerebbe in una trasformazione resa il più possibile lineare e coerente verso la s.p.a., una transizione – questa – necessaria nell'ottica dell'accesso ai mercati regolamentati, limite ultimo dell'espansione delle s.r.l.

## *8. Uno sguardo al futuro: quale fisionomia per la s.r.l. come nuovo emittente digitale?*

Com'è emerso dalle considerazioni che precedono, l'evoluzione più recente della disciplina delle società che ricorrono al mercato del capitale di rischio sembra rendere per certi versi velleitario il tentativo di individuare una categoria trasversale di società aperte funzionale alla ricostruzione di uno statuto normativo comune.

Sul piano della disciplina di diritto dei mercati, non sembra riscontrabile la prospettiva di una disciplina uniforme per le società aperte che ricorrono al mercato del capitale di rischio, quanto piuttosto una differenziazione delle regole in funzione della sede di negoziazione e della tipologia degli strumenti finanziari

---

<sup>121</sup> Alle più agevoli modalità di trasferimento delle partecipazioni si dovrà comunque associare un'accelerazione nel trasferimento (bancario) delle somme di denaro che a tali scambi si accompagna o, in mancanza, dovrà essere ammessa la regolazione monetaria degli scambi all'interno del registro distribuito stesso (come a livello europeo è allo stato previsto esclusivamente per i CSD che gestiscano SS DLT dall'art. 5, par. 8, Regime Pilota): è ovvia considerazione, d'altronde, che la DLT non potrà mai spiegare appieno il suo potenziale se il trasferimento dei corrispettivi non riuscirà ad essere altrettanto veloce di quello delle partecipazioni.

offerti e ciò anche con riferimento ai nuovi strumenti DLT e ai relativi mercati digitali, la cui disciplina *ad hoc*, è ancora sperimentale e modellata su paradigmi strutturali ed operativi per molti versi simili a quelli già noti.

Sotto questo profilo la s.r.l., mentre si candida a rivestire il ruolo di nuovo emittente con possibilità di offrire al pubblico le quote ed i titoli di debito in ambienti di negoziazione assai variegati e per certi aspetti innovativi, non pare riconducibile a nessuna delle tipologie di emittenti già noti, anche se sono evidenti le affinità con la categoria degli emittenti PMI, destinatari nel t.u.f. di un micro-sistema di regole che si completano e si integrano con quelle provenienti dai regolamenti di mercato e, in particolare, dai regolamenti dei mercati di crescita specializzati in emittenti di piccola e media dimensione.

Accanto ad essa viene delineandosi un nuovo sottotipo di emittente “digitale”, abilitato ad emettere e a collocare sulle infrastrutture di mercato DLT strumenti finanziari tokenizzati, con possibilità di prestare, alle condizioni stabilite nel regime di sperimentazione FinTech, anche una serie di servizi aggiuntivi: nella disciplina domestica, esso trova una configurazione peculiare culminante nella figura del responsabile del registro DLT, alla quale, peraltro, la s.r.l. non sembra avere accesso sulla base dei requisiti richiesti dal d.l. n. 25/2023, con il risultato che essa potrà sfruttare solo limitatamente le potenzialità offerte dalla tecnologia a registri distribuiti.

L’attuale architettura del sistema di disciplina degli emittenti strumenti finanziari destinati al mercato sembra quindi guardare ancora con una certa prudenza l’ingresso a pieno titolo della s.r.l. nella cerchia degli emittenti disciplinati dal t.u.f.

Tuttavia, le recenti modifiche all’art. 100-ter t.u.f. e la previsione in tema di dematerializzazione delle quote preludono, almeno nelle intenzioni, ad una futura dilatazione ed intensificazione della presenza della s.r.l. nei mercati dei capitali, sebbene a volte si abbia la sensazione che il legislatore predisponga un corredo di strumenti (si pensi, ad esempio, alla moltiplicazione dei regimi circolatori delle quote) senza piena consapevolezza dei potenziali mercati di riferimento e delle finalità degli interventi riformatori.

L’attuale incertezza sulla fisionomia della s.r.l. come emittente che si apre al mercato dei capitali si riflette poi inevitabilmente sulla disciplina di diritto societario, nella quale si riscontra la pressoché totale assenza di considerazione per le esigenze di una società abilitata ad effettuare una raccolta di capitali (di rischio e di debito) presso una platea di potenziali investitori anonimi.

Non si pongono attualmente, sul piano della tutela degli interessi generali del mercato, le stesse problematiche riscontrabili negli emittenti quotati o con titoli diffusi, ma resta comunque la necessità di un adeguamento della disciplina e della *governance* societaria per gestire la maggiore complessità derivante dall’apertura al mercato e dall’allargamento della compagine societaria.

Il disallineamento tra la fattispecie della s.r.l. aperta e la sua disciplina si ri-

scontra anzitutto, come si è osservato, in relazione alle previsioni che tuttora riservano alle sole s.r.l.-PMI la possibilità di creare categorie di quote standardizzate e di assoggettarle al regime di dematerializzazione. Al riguardo, esigenze di coerenza interna del sistema inducono, in prospettiva *de iure condendo*, ad auspicare la generalizzazione di tale disciplina a tutte le s.r.l.<sup>122</sup>, indipendentemente dal riferimento a requisiti dimensionali dell'impresa, che appaiono del tutto inconfidenti quando sono in gioco profili che attengono alla struttura partecipativa della società e al regime di emissione e circolazione delle sue partecipazioni. Tali limiti, anzi, potrebbero rivelarsi ostativi rispetto agli obiettivi di crescita.

In alternativa, già *de iure condito*, sembra corretto accedere ad un'interpretazione funzionalmente orientata volta a consentire, perlomeno alle s.r.l. che abbiano deciso o programmato l'apertura al mercato, la possibilità di standardizzare e di articolare le quote in categorie, argomentando alla luce della generalizzazione della possibilità di offerta al pubblico delle quote, nonché di un'interpretazione restrittiva del divieto di rappresentazione in azioni di cui all'art. 2468 c.c., che non ne impedisce la conformazione in partecipazioni-tipo<sup>123</sup>.

L'inadeguatezza delle regole di diritto societario si manifesta però anche in relazione alla mancata considerazione di aspetti che si rivelano centrali nella prassi operativa di un emittente che decide di ricorrere al mercato, quali, per citarne solo alcuni, la regolamentazione del diritto di recesso del socio (specie in relazione all'esclusione del diritto di opzione disposta in occasione di aumenti di capitale onerosi riservati in tutto o in parte a terzi), che può rivelarsi un costo significativo per la s.r.l. in relazione alla programmata apertura al mercato; l'assetto dei controlli interni nell'alternativa tra sindaco unico e revisore; la sterilizzazione dei diritti di controllo e dell'azione di responsabilità sociale su base individuale, nonché la predisposizione di strumenti per la gestione della massa dei diritti di *voice* in capo ai soci investitori<sup>124</sup>.

Di fronte alle lacune della disciplina societaria un ruolo suppletivo e di *etereointegrazione* potranno svolgere le regole di diritto dei mercati finanziari e così, ad esempio, in relazione all'informazione finanziaria periodica, la disciplina dell'art. 69, secondo comma, lett. *d*), t.u.f. troverà applicazione nei confronti delle s.r.l. che accedono ai mercati di crescita ed inoltre queste ultime saranno soggette agli ulteriori obblighi in materia di governo societario e di informazione sulle operazioni rilevanti che derivano dalla specifica regolamentazione di tale sistema

---

<sup>122</sup> Nel senso dell'opportunità di un intervento *de iure condendo* v., altresì, F. BRIZZI, (nt. 11), 923.

<sup>123</sup> Cfr., al riguardo, anche BRIZZI, (nt. 11), 920 s., il quale propone un percorso interpretativo basato sulla configurazione della s.r.l. aperta come "società di diritto speciale", in virtù della deroga al divieto di offerta al pubblico delle quote di cui all'art. 100-ter t.u.f.

<sup>124</sup> Non potendosi dare conto qui dell'ampia letteratura in relazione a ciascuno di questi profili si rinvia, senza pretesa di completezza, agli Autori citati *supra* alle note 48 e 49.

multilaterale di negoziazione<sup>125</sup>, con innegabili costi di adeguamento per gli emittenti, ma anche con i vantaggi derivanti dalla contestuale riduzione dello scalino normativo rispetto alle società quotate o con titoli diffusi tra il pubblico.

Tuttavia, l'apertura della s.r.l. verso ambienti di negoziazione assai eterogenei tra loro e alternativi ai mercati regolamentati tradizionali, quali, oltre ai mercati di crescita, le piattaforme di *crowdfunding* e le infrastrutture di mercato digitali, comporterà, in assenza di una disciplina comune delle s.r.l. aperte, l'assoggettamento delle società emittenti ai corrispondenti *segmenti di disciplina* di diritto dei mercati, con una prevedibile moltiplicazione e ibridazione degli statuti normativi speciali e convenzionali ed il connesso rischio di disorientamento del mercato e degli investitori.

Onde evitare che un'eccessiva frammentazione della disciplina, oltre a nuocere all'unità del sistema, impedisca di riconoscere una qualsivoglia "fisionomia" alla s.r.l. emittente di strumenti finanziari destinati al mercato, occorre procedere al raccordo tra disciplina societaria e regole del mercato, con assorbimento (almeno parziale) all'interno del codice civile della specialità della s.r.l. aperta e con adeguamento della sua disciplina in funzione delle specifiche esigenze poste dall'interazione con il mercato e con gli investitori.

In questo senso la delega al Governo, prevista nella legge "capitali", per la riforma organica della disciplina degli emittenti contenuta nel t.u.f. e delle «disposizioni in materia di società di capitali contenute nel codice civile applicabili anche agli emittenti», dopo la recente stagione di interventi rapsodici e settoriali, costituisce un'occasione unica e imperdibile per restituire coerenza, organicità e razionalità ad un sistema che sembra averle smarrite.

---

<sup>125</sup> Cfr. il regolamento Euronext Growth Milan che, oltre ad imporre agli emittenti la nomina di un amministratore indipendente, prevede la necessità per la società di indicare un *investor relations manager*, incaricato dei rapporti con gli investitori, una figura potrebbe contribuire alla soluzione dei problemi che, nelle s.r.l. aperte, si pongono con riferimento alla gestione della massa dei diritti di *voice* in capo ai soci investitori. Sulla tendenza ad incorporare nei regolamenti dei mercati (e, in particolare, nei regolamenti di certi sistemi multilaterali di negoziazione, quali i mercati di crescita) regole e obblighi aggiuntivi rispetto a quelli previsti dalla legge, v. F. ANNUNZIATA, (nt. 40), 51.