

ISSN 2282-667X

Orizzonti del Diritto Commerciale

1/2024

Rivista telematica dell'Associazione italiana dei professori universitari di diritto commerciale

Direttore FRANCESCO DENOZZA



G. Giappichelli Editore

Rivista quadrimestrale - 1/2024

Orizzonti del
Diritto Commerciale



1/2024

Editor-in-chief/Direttore responsabile:

Francesco Denozza – *Università degli Studi di Milano*

Editorial Board/Direzione scientifica

Pierre-Henri Conac – *Université du Luxembourg*

Jorge Manuel Coutinho de Abreu – *Universidade de Coimbra*

Francesco Denozza – *Università degli Studi di Milano*

Stefan Grundmann – *Humboldt-Universität zu Berlin*

Carlo Ibba – *Università degli Studi di Sassari*

Jonathan Macey – *Yale Law School – Yale University*

Marco Maugeri – *Università Europea di Roma*

Vincenzo Meli – *Università degli Studi di Palermo*

Massimo Miola – *Università degli Studi di Napoli Federico II*

Aurelio Mirone – *Università degli Studi di Catania*

Andrea Perrone – *Università Cattolica del Sacro Cuore*

Serenella Rossi – *Università degli Studi dell'Insubria*

Davide Sarti – *Università degli Studi di Ferrara*

Giuliana Scognamiglio – *Sapienza Università di Roma*

Giovanni Strampelli – *Università Bocconi*

Rüdiger Veil – *Ludwig-Maximilians-Universität, München*

Editorial Staff/Redazione scientifica

Alessio Bartolacelli – *Università degli Studi di Macerata*

Ilaria Capelli – *Università degli Studi dell'Insubria*

Elisabetta Codazzi – *Università degli Studi dell'Insubria*

Silvia Corso – *Università degli Studi di Cagliari*

Chiara Garilli – *Università degli Studi di Palermo*

Carmen Herrero Suárez – *Universidad de Valladolid*

Corrado Malberti – *Università degli Studi di Trento*

Alessio Scano – *Università degli Studi di Sassari*

Alessandra Zanardo – *Università Ca' Foscari Venezia*

Referees/Revisione scientifica

Niccolò Abriani, Filippo Annunziata, Davide Arcidiacono, Gaia Balp, Paolo Benazzo, Michele Bertani, Massimo Bianca, Paolo Butturini, Oreste Cagnasso, Lucia Calvosa, Andrea Caprara, Stefano Cerrato, Antonio Cetra, Marco Cian, Nicoletta Ciocca, Monica Cossu, Concetto Costa, Emanuele Cusa, Giacomo D'Attorre, Michele de Mari, Vincenzo De Stasio, Vincenzo Di Cataldo, Philipp Fabbio, Massimo Fabiani, Giuseppe Ferri, Marilena Filippelli, Carlo Felice Giampaolino, Gianvito Giannelli, Paolo Giudici, Andrea Guaccero, Gianluca Guerrieri, Giuseppe Guizzi, Aldo Laudonio, Elisabetta Loffredo, Mario Libertini, Giorgio Marasà, Laura Marchegiani, Giuliana Martina, Marisaria Maugeri, Paolo Montalenti, Mario Notari, Stefania Pacchi, Elisabetta Pederzini, Michele Perrino, Paolo Piscitello, Gaetano Presti, Maddalena Rabitti, Roberto Sacchi, Pierpaolo Sanfilippo, Renato Santagata, Vittorio Santoro, Laura Schiuma, Marco Speranzin, Marco S. Spolidoro, Lorenzo Stanghellini, Mario Stella Richter, Andrea Tina, Alberto Toffoletto, Umberto Tombari, Alberto Urbani, Paolo Valensise, Francesco Vella, Andrea Vicari.

Orizzonti del Diritto Commerciale

Rivista **ODC**

Direttore Francesco Denozza

1/2024



G. Giappichelli Editore – Torino

Orizzonti del Diritto Commerciale

Rivista on line dell'Associazione italiana dei professori universitari di diritto commerciale

Rivista Open Access

Iscrizione al R.O.C. n. 25223

ISSN 2282-667X

Produzione e distribuzione: G. GIAPPICHELLI EDITORE

Via Po, 21 – Torino – Tel. 011-81.53.111

Publicato on-line nel mese di aprile 2024

Indice

Table of Contents

	<i>pag.</i>
Saggi	
Articles	
GIANLUCA GUERRIERI, <i>La scissione mediante scorporo</i> <i>Division by separation</i>	2
STEFANIA GIALDRONI, <i>Benvenuto Stracca: l'uomo e il giurista. In occasione della riedizione del Tractatus de mercatura</i> <i>Benvenuto Stracca: the Man and the Jurist. On the occasion of the reprint of the Tractatus de mercatura</i>	23
EMANUELE CUSA, <i>L'organizzazione del consorzio</i> <i>The internal organizations of the consortium contract</i>	36
GIORGIO SPEDICATO, <i>Note sui rapporti tra la disciplina delle pratiche commerciali sleali e la disciplina dei marchi nel contrasto al greenwashing d'impresa</i> <i>How the EU's unfair commercial practices Directive can support trademark law in combating corporate greenwashing</i>	60
ILARIA CAPELLI, <i>Questioni aperte in tema di circolazione anche digitale della quota di s.r.l.: dalle operazioni di crowdfunding alla Distributed Ledger Technology</i> <i>Challenges in the digital and traditional transfer of "s.r.l." shares: from Crowdfunding to Distributed Ledger Technology</i>	92
SILVIA CORSO, ALDO LAUDONIO, <i>Le s.r.l. aperte al mercato tra crowdfunding e sperimentazione di nuovi ambienti digitali</i> <i>"S.r.l." and financial markets: a new path between crowdfunding and new digital ecosystems</i>	119

	<i>pag.</i>
PIERGIUSEPPE SPOLAORE, <i>La partecipazione in s.r.l. tra crowdfunding e dematerializzazione</i> <i>Membership interests in Italian LLCs (s.r.l.) between crowdfunding and dematerialization</i>	175
PETER AGSTNER, <i>Le s.r.l. aperte: uno sguardo comparatistico</i> <i>The publicly traded limited liability companies: a comparative overview</i>	198
Voci da un dibattito su “Il Venture Capital, tra clausole statutarie e patti parasociali”	
<i>Voices from a debate on “Venture Capital, between bylaws clauses and shareholders’ agreements”</i>	
MARCO SAVERIO SPOLIDORO, <i>Un’introduzione non frettolosa alla società leonina</i> <i>An unhurried introduction to the “leonine stipulation”</i>	217
CARLO FELICE GIAMPAOLINO, <i>Clausole di trascinamento (c.d. drag-along): equa determinazione del valore vs equa valorizzazione</i> <i>Drag-along clauses and fair value</i>	230
MARCO MAUGERI, <i>Venture capital, preferenze di liquidazione e conflitti tra soci</i> <i>Venture capital, liquidation preferences and conflicts among shareholders</i>	244
NICOLA DE LUCA, <i>“Roulette russa” ed equa valorizzazione: tra sociale, parasociale, equivoci e preconcetti</i> <i>“Russian roulette” clause and fair value</i>	257
MARILENA FILIPPELLI, <i>Tecniche di finanziamento mediante venture capital e divieto di patto leonino: il caso delle opzioni put</i> <i>Put options in venture capital financing contracts</i>	268
ANGELO MAMBRIANI, <i>Il divieto di patto leonino tra giurisprudenza e fatti-specie</i> <i>The prohibition of the leonine stipulation, between law and case law</i>	284

Temi e dibattiti***Comments and analysis***

- VITTORIO MINERVINI, *Controllo e gruppo nel codice civile, nel codice della crisi, nel t.u.b. e nel diritto antitrust: linee evolutive in atto nell'ordinamento interno ed euro-unitario* 294
Control and Group in the Civil Code, in the Crisis Code, in the t.u.b. and in Antitrust Law: Evolutionary Lines underway in the Internal and Euro-unitary Legal System
- FEDERICO RAFFAELE, MARIO MANNA, *High Frequency Trading e informazioni privilegiate: Insider Trading "strutturale" o lecita superiorità informativa?* 346
High Frequency trading and insider information: "structural" insider trading or legitimate information superiority?
- EUGENIO SABINO, *Il ruolo degli investitori istituzionali passivi nella governance delle società quotate: problemi aperti e prospettive* 394
The role of passive institutional investors in the governance of listed companies: open issues and perspectives

Lettere***Book review***

- AURELIO MIRONE, *Note di lettura: Passato e presente del diritto commerciale di Mario Libertini. La prospettiva dei contratti d'impresa e dei consumatori* 428
Reading notes: Mario Libertini, Past and present of commercial law. The perspective of commercial and consumer contracts

In memoriam

- PAOLO MONTALENTI, *Ricordo di Gastone Cottino* 446
In memory of Gastone Cottino

La partecipazione in s.r.l. tra *crowdfunding* e dematerializzazione

Membership interests in Italian LLCs (s.r.l.) between crowdfunding and dematerialization

Piergiuseppe Spolaore *

ABSTRACT:

L'articolo esamina le conseguenze sulla disciplina della s.r.l. che discendono, *da un lato*, dalle modifiche apportate all'art. 100-ter t.u.f. in sede di adeguamento al regolamento europeo ECSP (n. 2020/1503) e, *dall'altro lato*, dalle innovazioni contenute nella legge "capitali" (n. 21 del 5 marzo 2024). Sotto il primo aspetto, viene argomentata anzitutto la necessità di interpretare l'art. 100-ter t.u.f. in maniera correttiva, sostituendo il lemma «anche» con il lemma «solo», con la conseguenza che la facoltà per le s.r.l. di derogare all'art. 2468, primo comma, c.c. è circoscritta alla possibilità di offrire le quote tramite portali autorizzati di *crowdfunding*. Sempre alla luce del rapporto con la disciplina europea, poi, viene sostenuto il carattere obbligatorio del regime di circolazione intermediata per la s.r.l. che intenda offrire quote tramite *crowdfunding*, in forza della prevalenza dell'art. 10 del regolamento ECSP sul sistema di facoltatività di cui ai commi primo e quarto dell'art. 100-ter t.u.f. L'aver individuato un rapporto normativo necessario tra offerta al pubblico di quote di s.r.l. e *crowdfunding* costituisce, quindi, l'occasione per evidenziare le differenze di fattispecie tra la s.r.l. che offre le quote al pubblico e la società per azioni rispettivamente quotata e diffusa. Successivamente, l'elaborato analizza le conseguenze derivanti su tale contesto di fondo dall'introduzione, da parte della legge "capitali", di un regime facoltativo di emissione scritturale delle quote di s.r.l.-PMI: sia sul *crowdfunding*, nel cui ambito detto regime rappresenta un'opzione alternativa rispetto al regime di intestazione e circolazione intermediata, sia sulle eventuali altre possibilità per la s.r.l. di reperire risorse, in particolare affrontando la problematica della suscettibilità delle quote scritturali a essere ammesse alla negoziazione su sistemi multilaterali di negoziazione.

The article examines the consequences on the Italian limited liability company (S.r.l.) stemming, on the one hand, from the amendments made to Article 100-ter of the Consolidated Law on Finance (t.u.f.) in the context of the adaptation of the Italian legislation to the European Regulation ECSP (No. 2020/1503), and, on the other hand, from the innovations contained in the so-called "capitali" act (n. 21, march 5th, 2024). From the first point

* Professore associato di diritto commerciale, Università degli Studi di Milano-Bicocca; e-mail: piergiuseppe.spolaore@unimib.it.

of view, the paper argues that a corrective interpretation of Article 100-ter, first paragraph, t.u.f. is necessary, which, more specifically, replaces the term also («anche») with the term exclusively («solo»). As a result, S.r.l.s would be allowed to deviate from Article 2468, first paragraph, of the Civil Code only by offering their membership interests through authorized crowdfunding platforms. Furthermore, it is then contended that the system of membership interests' underwriting and transferal through intermediaries (envisaged by art. 100-ter, paras 2 to 4, t.u.f.) is mandatory for S.r.l.s wishing to offer them through crowdfunding, according to Article 10 of the ECSP Regulation and its primacy over conflicting national legislation (namely, the mere optionality of the system provided for in the mentioned paragraphs 2 to 4 of Article 100-ter t.u.f.). The relationship between the offering of S.r.l.s' membership interests to the "public" and crowdfunding offerings, existing at a positive level, provides an opportunity to highlight the differences between the S.r.l. which turns to investment crowdfunding and the listed joint-stock corporation. Subsequently, the paper analyzes the fallouts on this context of the introduction, by the so-called "capitali" act, of an optional regime for the dematerialization of S.r.l.-SMEs' membership interests: both on crowdfunding itself, since said regime represents a way of underwriting and transferring membership interests' that is alternative to the one set forth by Article 100-ter, paras 2 to 4, t.u.f.; as well as on the potential other venues in which S.r.l.s could raise investments from the public, particularly addressing the issue of the legitimacy of the admission of membership interests to Multilateral Trading Facilities.

SOMMARIO:

1. S.r.l., *crowdfunding*, e mercati "altri", tra recepimento del regolamento ECSP e legge "capitali". – 2. Il rapporto tra l'art. 100-ter e l'art. 2468, primo comma, c.c.: l'offerta di quote di s.r.l. mediante *investment equity crowdfunding*. – 3. In via incidentale: la s.r.l. *crowdfunded* come società "chiusa". – 4. L'impatto della legge "capitali": intestazione e circolazione di quote di s.r.l. che ricorrono al *crowdfunding* tra circolazione intermediata (art. 100-ter t.u.f.) e dematerializzazione (art. 3 legge "capitali"). – 5. *Segue*: dematerializzazione delle quote e ammissione a negoziazione su sistemi multilaterali di negoziazione.

1. S.r.l., *crowdfunding*, e mercati "altri", tra recepimento del regolamento ECSP e legge "capitali".

In occasione dell'adeguamento del diritto interno al regolamento europeo n. 2020/1503 in materia di *crowdfunding* («regolamento ECSP»), avvenuto con il d.lgs. 10 marzo 2023, n. 30, è stato interamente riscritto l'art. 100-ter t.u.f., il quale rappresentava, prima di siffatta modifica, una delle principali fonti normative in tema di (*investment*) *crowdfunding*, assieme all'art. 26 del d.l. 18 ottobre 2012, n. 179¹, rimasto per contro formalmente invariato.

¹ Convertito in l. 17 dicembre 2012, n. 221.

Tra le evoluzioni dalla portata sistematica più dirompente figura senz'altro l'ampliamento della facoltà di ricorrere all'*investment crowdfunding* a tutte le s.r.l., non più soltanto alle s.r.l.-PMI, come invece disponeva il previgente art. 100-ter². Benché il concreto impatto di siffatta modifica sia risibile, in termini di quantità numerica di s.r.l. che ne sono effettivamente coinvolte³, si tratta di un mutamento di rilevante importanza sotto il profilo della ricostruzione sistematica, in ragione della tecnica normativa utilizzata, atteso che l'art. 100-ter, primo comma, t.u.f., «deroga» all'art. 2468, primo comma, c.c. senza operare alcuna precisazione circa la fattispecie a cui dovrebbe applicarsi la «deroga»: la medesima identica fattispecie è al contempo vietata (art. 2468, primo comma, c.c.) e consentita (art. 100-ter t.u.f.).

A ciò va aggiunto che le varie ipotesi interpretative che possono essere avanzate per risolvere tale questione hanno ciascuna una differente incidenza sulle modalità con le quali la s.r.l. può raccogliere⁴ capitale di rischio su canali diversi da quelli tradizionali (: trattativa privata).

Su un simile quadro, già di per sé non del tutto lineare, sono destinate a riverberarsi alcune delle previsioni contenute nella legge "capitali" (n. 21 del 5 marzo 2024)⁵, e segnatamente l'introduzione della facoltà – "riservata" alle s.r.l.-PMI – di emettere quote in forma «scritturale», ai sensi dell'art. 83-bis t.u.f., purché standardizzate. Si tratta di un *opt-in* dalle conseguenze quanto meno bifronti: *da un lato*, esso interagisce con il regime normativo dell'*investment crowdfunding*; *dall'altro lato*, desta interrogativi circa un possibile ampliamento delle possibilità per la s.r.l. di accedere ai mercati finanziari "alternativi".

Nel tentativo di individuare alcuni punti fermi di questo percorso evolutivo, con il presente lavoro ci si propone di: (i) offrire un contributo alla soluzione della almeno apparente antinomia tra l'art. 100-ter t.u.f. e l'art. 2468, primo comma, c.c., dopo aver ricostruito lo stato dell'arte, normativo e dottrinale, sul punto; (ii) analizzare i riflessi della disciplina portata dal legge "capitali" sul sistema così de-

²In coordinamento, allora, con l'art. 26, secondo e terzo comma, d.l. n. 179/2012, il quale prevedeva e continua a prevedere che soltanto le s.r.l.-PMI abbiano la facoltà di emettere categorie standardizzate di quote, se del caso prive del diritto di voto o con diritto di voto limitato.

³Poiché, come noto, la maggioranza schiacciante di s.r.l. italiane rientrano nei parametri previsti per la qualifica di PMI: v. i dati riportati da M. SPERANZIN, *S.r.l. piccole-medie imprese tra autonomia statutaria e ibridazione dei tipi (con particolare riferimento alle partecipazioni prive del diritto di voto)*, in *Riv. soc.*, 2018, 339, nota 18; per un'analisi della nozione di PMI, v., ampiamente, C. MALBERTI, *La nozione di PMI costituita in forma di società a responsabilità limitata*, in questa *Rivista*, 2021, 1195 ss.

⁴Ancorché si tratti, in realtà, di un'incidenza solo teorica: v., oltre, par. 2, per l'argomentazione che l'unico reale metodo di raccolta di capitale di rischio diverso dalla trattativa privata è, per la s.r.l., il *crowdfunding*.

⁵D.d.l. N. 674 Senato; n. 1515 Camera; approvato in via definitiva dal Senato in data 27 febbraio 2024, n. 674-B e pubblicato in GU n. 60 del 12 marzo 2024.

lineato: tanto quelle rilevanti direttamente per il regime del *crowdfunding* quanto quelle che potrebbero avere un impatto indiretto, *i.e.* introducendo facoltà per la s.r.l. di raccogliere risorse “anonime” in modalità ulteriori e diverse dal *crowdfunding*.

2. Il rapporto tra l'art. 100-ter e l'art. 2468, primo comma, c.c.: l'offerta di quote di s.r.l. mediante investment equity crowdfunding.

Nell'affrontare il punto *sub (i)*, è necessario prendere le mosse dalla constatazione che l'art. 2468, primo comma, c.c. e l'art. 100-ter, primo comma, t.u.f. hanno il medesimo perimetro applicativo: nella parte in cui dispongono, il primo, che «le partecipazioni dei soci non possono [essere rappresentate da azioni né] costituire oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari», e il secondo che «le quote di partecipazione in società a responsabilità limitata possono costituire oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari, anche attraverso le piattaforme di crowdfunding». Pertanto, la stessa fattispecie (l'offerta “al pubblico” di quote di s.r.l.) è simultaneamente sottoposta sia a un divieto (art. 2468, primo comma, c.c.) sia a una regola abilitativa/“deroga” (art. 100-ter, primo comma, t.u.f.).

Ne discende, dunque, che il rapporto tra le due disposizioni configura un'antinomia, piuttosto che una «deroga», nonostante la lettera dell'*incipit* dell'art. 100-ter t.u.f. («In deroga a quanto previsto dall'articolo 2468, primo comma, del codice civile»), atteso che quest'ultima, almeno dal punto di vista strettamente letterale, non ha un ambito di operatività più ristretto rispetto alla regola teoricamente “derogata”, con la conseguenza che non si riesce a rinvenire un rapporto di genere a specie tra il divieto e la sua eccezione. Così impostati i termini della questione, si possono prospettare svariate soluzioni della stessa, ciascuna foriera di conseguenze diverse in ordine alla portata e al significato della «deroga» all'art. 2468, primo comma, c.c. contenuta nell'art. 100-ter, primo comma, c.c.

Posto che le due previsioni sono gerarchicamente equi-ordinate e che tra le stesse non intercorre un rapporto di genere a specie, l'antinomia andrebbe quindi risolta con l'abrogazione implicita della disposizione cronologicamente precedente incompatibile con quella posteriore: e cioè dell'art. 2468, primo comma, c.c.⁶.

⁶ Esito evocato da: C. IBBA, *Intervento al Seminario Le s.r.l. aperte nella recente legislazione speciale: uno sguardo nel vaso di Pandora*, organizzato da questa Rivista, 27 ottobre 2023; S. CORSO, *Le s.r.l. aperte tra disciplina societaria e disciplina dei mercati finanziari, Relazione al Seminario Le s.r.l. aperte nella recente legislazione speciale: uno sguardo nel vaso di Pandora*, organizzato da questa Rivista, 27 ottobre 2023; S. CORSO, A. LAUDONIO, *Le s.r.l. aperte al mercato tra crowdfunding e sperimentazione di nuovi contesti digitali*, in questo fascicolo della Rivista, 7 del dattiloscritto consultato per cortesia degli A.; 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, 909

Un siffatto ragionamento, tuttavia, sembra recare con sé un non remoto rischio di incostituzionalità dell'art. 100-ter t.u.f. per eccesso di delega da parte del d.lgs. 10 marzo 2023, n. 30: l'abrogazione *tout court* (per quanto implicita) del divieto di offerta al pubblico delle quote di s.r.l. rappresenterebbe una radicale modifica di una componente – tradizionalmente centrale⁷ – della disciplina della s.r.l. codicistica in sé considerata. L'esito in questione sembra esulare del tutto dai confini della delega rilasciata al Governo con l'art. 5 della legge delega 4 agosto 2022, n. 127 (legge di delegazione europea): i principi e criteri direttivi di cui alla disposizione da ultimo menzionata, invero, non solo non contengono alcun riferimento alla disciplina della s.r.l. codicistica e alla sua modifica, ma non richiamano espressamente nemmeno la ben più specifica tematica della regolazione dell'offerta di quote di s.r.l. tramite *crowdfunding*, e si rivelano, piuttosto, strettamente imperniati sull'indicazione di recepire il regolamento ECSP nel diritto nazionale, così come di adeguare quest'ultimo alla disciplina europea, nella misura in cui ciò fosse necessario. È appena il caso di precisare che, sebbene tale corpo normativo attribuisca agli Stati membri la facoltà di decidere discrezionalmente se consentire o meno ai tipi societari capitalistici diversi dalla s.p.a. (e, quindi, almeno nell'ordinamento italiano, la s.r.l.)⁸ l'offerta mediante *crowdfunding*, l'opzione in un senso o nell'altro non comporta certo la necessità di modificare la disciplina della

s., il quale lo esclude al dichiarato scopo di cercare un'interpretazione costituzionalmente conforme che prevenga l'insorgere dell'antinomia.

⁷ E da alcuni ritenuta financo tipologica a livello di fattispecie: per tutti, v. G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, I, Milano, Giuffrè, 2010, 500 ss.; O. CAGNASSO, *La società a responsabilità limitata*, Padova, Cedam, 2007, 126; M. SCIUTO, *Le quote di partecipazione*, in *Le società a responsabilità limitata*, a cura di C. IBBA, G. MARASÀ, I, Milano, Giuffrè, 2020, 554 («tradizionale discriminazione tipologica fra s.r.l. e s.p.a., sancito dal divieto di rappresentazione in azioni»); e cfr., altresì, P. SPADA, *Commento agli artt. 2325, 2452, 2462*, in *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, diretto da F. D'ALESSANDRO, II, 1, Padova, Piccin, 2011, 6 s.; diversamente, A. DOLMETTA, *Sul "tipo" S.r.l.*, in *S.r.l. Commentario dedicato a G.B. Portale*, a cura di A. DOLMETTA, G. PRESTI, Milano, Giuffrè, 2011, n. 54, 32; P. ABBADESSA, *Art. 2325*, in *Società di capitali: commentario*, a cura di G. NICCOLINI, A. STAGNO D'ALCONTRES, I, Napoli, Jovene, 2004, 6; M. CIAN, *Il tipo s.r.l.?*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2021, 302.

⁸ Cfr., testualmente, art. 2, primo comma, lett. n), e terzo comma, regolamento ECSP; in dottrina, S. BRINKMANN, M. RASMUSSEN, *The New EU Crowdfunding Regulation – Explanations & Perspectives*, in *Nordic Journal of Commercial Law*, 2022, 61; F. BRIZZI, (nt. 6), 899 s.; S. CORSO, *Il Regolamento europeo sui fornitori di servizi di crowdfunding: prime considerazioni*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2021, 511 s.; P. IVANOVA, *The Scope of the Crowdfunding Regulation and the Impact of Brexit*, in *The EU Crowdfunding Regulation*, a cura di P. ORTOLANI, M. LOUISSE, Oxford, OUP, 2022, 57; E. MACCHIAVELLO, *The scope of the ECSPR: the difficult compromise between harmonization, client protection and the 'level playing field' (arts 1–2, 46, 48–9, 51)*, in *Regulation on European Crowdfunding Service Providers for Business: A Commentary*, a cura di E. MACCHIAVELLO, Cheltenham, Edgar Elgar, 2022, 60; P. SPOLAORE, *S.r.l. e offerta al "pubblico" di partecipazioni sociali*, Milano, Giuffrè, 2022, 42 s.; D. VALIANTE, *Regulating Digital Platforms: the European Experience with Financial Return Crowdfunding*, in *ECFR*, 2022, 874 s.

s.r.l. in quanto tale⁹, soprattutto tenuto conto che le s.r.l. che non ricorrono al *crowdfunding* continuano a essere una maggioranza preponderante del totale¹⁰.

Dunque, allo scopo di evitare le conseguenze derivanti da una potenziale abrogazione implicita dell'art. 2468, primo comma, c.c. (parziale incostituzionalità della legislazione italiana di adeguamento al regolamento ECSP in ragione dell'abrogazione implicita del divieto di offerta al pubblico quale soluzione dell'antinomia), in dottrina¹¹ si è proposto di ravvisare nell'art. 100-ter t.u.f. non un'abrogazione implicita del divieto di offerta al pubblico ex art. 2468, primo comma, c.c. bensì la scelta di derubricare quest'ultimo da regola inderogabile a dispositiva, derogabile per tutte le s.r.l. mediante apposita clausola statutaria o delibera di aumento di capitale, che autorizzi l'«apertura» al mercato e, quindi, l'offerta al pubblico (non solo mediante piattaforme di *crowdfunding*). Verrebbero fatti salvi, quindi, due distinti ambiti di operatività rispettivamente per il divieto di offerta al pubblico di cui all'art. 2468, primo comma, c.c. (tutte le s.r.l., salvo quelle che vi derogano espressamente) e l'art. 100-ter, primo comma, t.u.f. (le s.r.l. che vi derogano espressamente), cosicché l'antinomia tra le due disposizioni diverrebbe soltanto apparente.

La proposta, sebbene senz'altro ricercata dal punto di vista argomentativo, non pare risolvere del tutto il problema dell'antinomia tra il dettato codicistico e l'art. 100-ter, primo comma, t.u.f. Infatti, ne deriva la sottoposizione del divieto di offerta al pubblico di quote di s.r.l. a un regime di c.d. *opt-out*, e proprio la decisione (nel momento fondativo o in quello successivo della delibera modificativa dell'atto costitutivo) di deviare dal regime dispositivo diverrebbe condizione di ammissibilità dell'offerta ex art. 100-ter t.u.f.: il che non è molto distante dal reputare che la «deroga» ivi menzionata valga per ogni s.r.l. che decida di attivarla e che, quindi, qualsiasi s.r.l. sia allo stesso tempo sottoposta al divieto di offerta al pubblico e alla facoltà di neutralizzarlo. Peraltro, è lecito aspettarsi che una simile

⁹ Né sembra che una modifica di tale portata possa essere ritenuta compresa nel potere conferito in via generale all'autorità governativa, nell'esercizio delle deleghe contenute nella legge di delegazione europea, dall'art. 32, primo comma, lett. b), l. n. 234/2012: «ai fini di un migliore coordinamento con le discipline vigenti per i singoli settori interessati dalla normativa da attuare, sono introdotte le occorrenti modificazioni alle discipline stesse, anche attraverso il riassetto e la semplificazione normativi con l'indicazione esplicita delle norme abrogate», non da ultimo perché difetta, nel caso di specie, «l'indicazione esplicita delle norme abrogate» richiesta da tale disposizione.

¹⁰ I primissimi riscontri quantitativi di un progetto di ricerca a carattere empirico (PRIN 2022TMFTHK, *principal investigator* P. Spolaore, i cui risultati saranno pubblicati una volta terminata la raccolta e l'analisi dei dati), di recente avvio, indicano che il totale delle s.r.l. che hanno fatto ricorso al *crowdfunding* di rischio, dalla data della sua introduzione al 31 dicembre 2023, si attesta attorno alle mille unità: a fronte degli oltre 1,7 milioni circa di s.r.l. che non ricorrono al *crowdfunding* (secondo i dati riportati da G. PRESTI, *Le s.r.l. (e non solo) e l'obbligo di segnalazione: alla ricerca dell'obbligo*, in AGE, 2023, 131, nota 1).

¹¹ F. BRIZZI, (nt. 6), 911 ss.

facoltà venga esercitata non tanto in via astratta (*i.e.*, all'atto di costituzione della società, quando i fondatori verosimilmente spesso nemmeno si prefigurano tale eventualità), bensì ogni qual volta una s.r.l. decida di effettivamente condurre una campagna di *crowdfunding*¹².

A ciò si deve aggiungere che, nella valutazione di una potenziale incostituzionalità per eccesso di delega dell'ultimo intervento legislativo, nell'opinione ricordata è implicito il riconoscimento che l'art. 100-ter c.c. comporta un'alterazione – e non di secondo momento – dello *status* normativo dell'art. 2468, primo comma, c.c. in se considerato, e quindi per tutte le s.r.l., senza che intercorra alcun legame con il fenomeno del *crowdfunding*¹³: la cui disciplina rappresenta, però, il limite imposto al legislatore delegato.

A un'analogia obiezione sembra esporsi l'idea secondo cui la «deroga» di cui all'art. 2468, primo comma, c.c., riguarderebbe soltanto il divieto di offerta al pubblico e non il divieto di rappresentazione delle quote in azioni, con la conseguenza che l'art. 2468, primo comma, c.c., manterrebbe un proprio significato e ambito precettivo, non implicitamente abrogato dall'art. 100-ter t.u.f.¹⁴. Tale lettura, infatti, non si sottrarrebbe alla potenziale incostituzionalità per eccesso di delega da parte del legislatore delegato, considerato che la modifica così apportata riguarderebbe tutte le s.r.l. in maniera slegata dall'offerta mediante *crowdfunding* e che verrebbe alterato, dunque, il regime della s.r.l. *tout court*. Peraltro, si deve anche osservare che l'ambito di applicazione dell'art. 2468, primo comma, c.c., il quale residuerebbe in quest'ordine di idee, sarebbe davvero esiguo, tenuto conto che il divieto di standardizzazione (una delle due parti del divieto di rappresentazione in azioni) è pacificamente derogato per le s.r.l.-PMI dall'art. 26, secondo comma, d.l. n. 179/2012 convertito in l. 17 dicembre 2012, n. 221, nella misura in cui viene consentita la standardizzazione delle partecipazioni sociali¹⁵ e che tali

¹² Così, la discrasia tra la facoltà, *da una parte*, di offerta al pubblico – che non incontrerebbe limiti in punto né di s.r.l. a ciò autorizzate né di canali dell'offerta – e, *dall'altra*, di standardizzazione delle partecipazioni sociali (riservata alla s.r.l.-PMI), diviene difficilmente giustificabile, tanto che l'A. conclude con l'auspicio che il legislatore intervenga, *de jure condendo*, per modificare sia l'art. 26 del d.l. n. 179/2012 sia l'art. 3 del d.d.l. capitali, estendendo a tutte le s.r.l. la possibilità di emettere categorie di quote e di accedere alla dematerializzazione; v. altresì, sul punto, S. CORSO, A. LAUDONIO, (nt. 6), 8.

¹³ A maggior ragione in quanto B. ritiene ammissibili anche le offerte al pubblico al di fuori dei portali di *crowdfunding*.

¹⁴ Prospettiva ipotizzata, in termini però dubitativi, da C. IBBA, (nt. 6).

¹⁵ In argomento, cfr. F. BRIZZI, *S.r.l. PMI e offerta al pubblico di quote di partecipazione*, Torino, Giappichelli, 2022, 168 ss.; F. GUERRERA, *Le modificazioni dell'atto costitutivo*, in *Le società a responsabilità limitata*, a cura di C. IBBA, G. MARASÀ, (nt. 7), II, 2020, 1526; M. MALTONI, A. RUOTOLLO, L. BOGGIANI, *La nuova disciplina delle (PMI) società a responsabilità limitata*, Studio CNN n. 101-2018/I, 10; nonché, ma ritenendo che la standardizzazione non possa coinvolgere l'intero capitale sociale, A. ABU AWWAD, *Quote di partecipazione, categorie di quote e diritti particolari*, in *Trattato delle società*, diretto da V. DONATIVI, III, Torino, Utet, 2022, 244; A. CETRA, *Le s.r.l.*

quote, a seguito della legge “capitali”, possono essere sottoposte al regime di dematerializzazione, e così equiparate, dal punto vista del trattamento normativo, ai titoli di credito.

Un differente – ma comunque “invasivo” – percorso argomentativo consiste nell’interpretare l’art. 100-ter, primo comma, t.u.f. elidendo il lemma «anche», con l’effetto che la deroga all’art. 2468, primo comma, c.c. sarebbe consentita (alle s.r.l.) non in via generale e indiscriminata bensì esclusivamente mediante l’offerta di quote su portali (autorizzati) di *crowdfunding*, mentre perdurerebbe il divieto ex art. 2468, comma primo, c.c., per l’offerta al di fuori dei portali. In questa prospettiva, le due disposizioni manterrebbero un autonomo contenuto precettivo, completandosi a vicenda e concorrendo a definire l’enunciato normativo per cui è vietata l’offerta al pubblico di quote di s.r.l. se non sotto forma di *crowdfunding* tramite gli appositi portali gestiti da intermediari autorizzati.

Anche a prescindere dal rilievo per cui siffatta conclusione è suggerita già dalla rubrica dell’art. 100-ter («offerte di *crowdfunding*»)¹⁶, indirizzano in tal senso sia numerosi elementi presenti nel contesto letterale della disposizione in parola, sia considerazioni di ordine sistematico.

Sotto il primo aspetto, è di particolare importanza l’inciso conclusivo dell’art. 100-ter, primo comma, che confina esplicitamente l’ambito applicativo dell’offerta di quote nei «limiti previsti dal regolamento (UE) 2020/1503»¹⁷: ebbene, il

p.m.i.: disciplina legale e autonomia statutaria, in *Banca borsa tit. cred.*, 2020, I, 817; O. CAGNASO, *La s.r.l. piccola e media impresa (p.m.i.)*, in *Le società a responsabilità limitata*, a cura di C. IBA, G. MARASÀ, (nt. 7), 116; ID., *Il socio di s.r.l. privo del diritto di voto. Qualche riflessione in tema di proprietà e controllo nell’ambito delle società P.M.I.*, in *NDS*, 2018, 933; M.C. DI MARTINO, *Tipico e transtipico nelle categorie speciali di quote delle s.r.l. p.m.i.*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2019, 1505 ss.; C. RINALDO, *La multiformità della s.r.l.*, in *Riv. soc.*, 2020, 1533 s.; M. CIAN, *S.r.l. PMI, s.r.l., s.p.a.: schemi argomentativi per una ricostruzione del sistema*, in *Riv. soc.*, 2018, 837, 843; S. CORSO, *Le s.r.l. “aperte” al mercato tra governance societaria e diritti dei soci investitori*, Milano, Giuffrè, 2021, 220; cfr. altresì M. SPERANZIN, (nt. 3), 347, 352; v., inoltre, M. SCIUTO, (nt. 7), 548 ss., per la tesi secondo cui lo statuto di s.r.l.-PMI può prevedere una standardizzazione soltanto del contenuto della quota (: i diritti attribuiti dalla titolarità della stessa) ma non di essa come «contenente»: vale a dire, che non sarebbe comunque consentita l’emissione di quote unitarie in serie, dalle caratteristiche del tutto analoghe a quelle dell’azione.

¹⁶ Rubrica che, come noto, pur non essendo parte integrante del dettato normativo, costituisce un elemento utilizzabile dall’interprete.

¹⁷ Appare dubbio che il rinvio ai limiti debba essere inteso come riferito a quelli «quantitativi»: così, anche per escludere l’interpretazione proposta nel testo, F. BRIZZI, (nt. 6), 916 s., argomentando sulla scorta della differenza quantitativa tra la soglia massima del valore nominale consentito per le offerte di *crowdfunding*, relative allo stesso prodotto, prevista nell’art. 1, secondo comma, lett. c), regolamento ECSP (€ 5.000.000 nei dodici mesi) e la soglia prevista per le esenzioni dall’obbligo di prospetto (rispettivamente € 8.000.000 e € 1.000.000 per quello europeo e nazionale), e concludendo così per la legittimità delle offerte di quote di s.r.l. al di fuori dei portali nel limite di € 5.000.000,00, senza obbligo di prospetto in ragione dell’applicabilità delle esenzioni quantitative, ma purché «correlata, al pari di quella condotta all’interno della suddetta piattaforma, alla predispo-

regolamento ECSP disciplina unicamente le offerte condotte su portali di *crowdfunding* autorizzati e contiene – come accennato – una specifica disposizione volta a permettere, senza imporlo, di offrire ivi anche «strumenti» diversi dai «valori mobiliari» che, secondo alcuni diritti nazionali (come quello italiano), non sono di regola suscettibili di offerta al pubblico, come le quote di s.r.l. (art. 1, primo comma, lett. n)¹⁸. Tale previsione non appare casuale ai fini del presente discorso, considerato che essa attribuisce agli Stati membri la facoltà di decidere se consentire l’offerta mediante *crowdfunding* di partecipazioni in società diverse dal tipo azionario (queste ultime ricomprese di *default*, per contro, nel novero dei prodotti suscettibili di *crowdfunding*) sull’assunto che esse non possano – in tali ordinamenti – essere offerti al pubblico se non mediante decisione del legislatore nazionale e nei limiti individuati dal medesimo.

Assume altresì rilievo l’art. 100-ter, comma decimo, t.u.f., alla stregua del quale «salvo quanto previsto dal presente articolo, le disposizioni del presente Capo non si applicano alle offerte di *crowdfunding*»: ciò comporta che le regole dell’art. 100-ter si rivolgano soltanto alle offerte condotte su piattaforme autorizzate, a loro volta le sole ad essere esentate dalla disciplina dell’«offerta al pubblico di sottoscrizione e di vendita» (Capo I). Che l’art. 100-ter sia riferito esclusivamente alle offerte su piattaforme *online* è rivelato anche dalle lett. a) e b) del suo secondo comma, che hanno come presupposto applicativo soltanto l’«offerta di *crowdfunding*».

Dal punto di vista sistematico, poi, la presenza di un *corpus* normativo organico (il regolamento ECSP e le relative previsioni attuative, europee e nazionali) dell’*investment crowdfunding*¹⁹, raffrontata alla classica estraneità delle quote di s.r.l. al fenomeno dell’investimento “sul mercato”, induce a ritenere appagante l’esito della canalizzazione della facoltà per la s.r.l. di offrire *in incertam personam* le proprie quote come prodotti di investimento nelle sedi a tale fine esplicitamente disciplinate. Ciò, anche in vista del fatto che la disciplina eurounitaria del *crowdfunding* mira *sia* a garantire un certo funzionamento del relativo mercato mediante la previsione di obblighi di condotta in capo ai gestori delle piattaforme (e forme di una tutela dell’investitore non professionale), *sia* a rappresentare una separazione dai mercati finanziari tradizionali²⁰.

sizione di un progetto specifico». Al riguardo, *da un lato* va osservato che i «limiti» all’offerta di *crowdfunding* contenuti nel regolamento ECSP sono di carattere non solo quantitativo bensì qualitativo; *dall’altro lato*, risulta non chiaro per quale motivo il legislatore dovrebbe riferirsi (nell’art. 100-ter t.u.f.) a dei «limiti» contenuti in un testo destinato al *crowdfunding* per disciplinare qualcosa che *crowdfunding* pacificamente non è; *dall’altro lato ancora*, la tesi riportata finisce per estendere alle offerte di quote di s.r.l. al di fuori dei portali le regole (: condizioni) *qualitative* previste per le offerte sui portali.

¹⁸ Per riferimenti, v. sopra nota 8.

¹⁹ Sul quale v. P. SPOLAORE, *Il regime del crowdfunding tra fonti europee e nazionali*, in corso di pubblicazione in *Nuove leggi civ. comm.*, 2024.

²⁰ Non si può nemmeno omettere di considerare la coerenza della tesi sostenuta con la realtà

Ove si accogliesse un simile modo di ragionare, ragioni di coerenza sistematica imporrebbero di giungere ad analoga conclusione anche per quanto riguarda l'interpretazione dell'art. 26, quinto comma, d.l. n. 179/2012, che menziona l'offerta di quote di s.r.l.-PMI «anche» tramite portali, sempre «nei limiti previsti dalle leggi speciali»²¹. Ciò, soprattutto se si tiene in considerazione che il d.lgs. n. 30/2023, pur introducendo una disciplina *ex novo* del *crowdfunding*, non ha esplicitamente abrogato l'art. 30 del d.l. n. 179/2012, che contiene la previgente disciplina del medesimo fenomeno e che non può, pertanto, che reputarsi tacitamente abrogato.

3. *In via incidentale: la s.r.l. crowdfunded come società “chiusa”.*

Trascende gli scopi e i limiti della presente trattazione un tentativo di risolvere le criticità destinate dall'utilizzo di un tipo societario dalla struttura organizzativa non standardizzata e improntata sul paradigma del socio “imprenditore” (quale è la s.r.l.) per condurre un'operazione avente ad oggetto la raccolta di capitali *in incertam personam* (quale è il *crowdfunding*). In questa sede appare possibile e utile, più limitatamente, cercare di illustrare come dalle proposte articolate fino ad ora – *i.e.*, la canalizzazione normativa delle offerte al pubblico di quote di s.r.l. entro l'alveo dell'*investment crowdfunding* – discenda una modalità di impostazione di siffatte problematiche, e così della loro potenziale soluzione, che consenta di prevenire che le medesime assumano un effetto dirompente sulla sistematica del diritto delle società di capitali e dell'accesso delle medesime al mercato finanziario. Effetto, che è per contro quasi implicito nel sintagma “s.r.l. aperta” e parti-

empirica. A quanto consta, la raccolta di investimenti nel capitale di s.r.l. mediante offerte non intermedie da piattaforme di *crowdfunding* non risulta essere particolarmente diffusa in concreto. Dalla consultazione del registro prospetti Consob – pubblicamente accessibile sul sito istituzionale dell'Autorità – non si evince l'avvenuta registrazione di alcun prospetto di quote di s.r.l., che sarebbe obbligatorio ove si ritenesse consentita l'offerta di quote al di fuori dei portali sopra-soglia quantitativa (secondo considerazione pacifica, per quanto riguarda l'obbligo di prospetto nazionale, e anche europeo, nella prospettiva di chi ritiene che le quote siano considerabili «titoli»: da ultimo, in questo senso, F. BRIZZI, (nt. 6), 916 s.). Inoltre, sulla base delle informazioni a disposizione non appare nemmeno invalsa, nella prassi, l'offerta di quote di s.r.l. disintermediata sotto-soglia: che, ove fosse “pubblicizzata” a distanza presso una generalità di destinatari (e cioè mediante il sito *web* del singolo “offerente”), non potrebbe prescindere dall'avvalersi di un intermediario incaricato del collocamento: Comunicazione Consob n. DIN/DSR/CLE/0049126 dell'11 giugno 2014. Per contro, le offerte di quote di s.r.l. tramite portali sono centinaia: per rendersene conto, è possibile consultare i portali di *crowdfunding* dimensionalmente più significativi (indicati, ad es., nell'ottavo rapporto annuale degli Osservatori Entrepreneurship Finance & Innovation del Politecnico di Milano, 2023, 19).

²¹ E che in realtà rappresenta il modello, anche dal punto di vista testuale, che il legislatore ha preso a riferimento per introdurre l'art. 100-ter t.u.f., nella sua versione sia *ante* sia *post* 2023.

colarmente sollecitato dall'idea – priva di riscontri fattuali – per cui la s.r.l. possa offrire le quote al pubblico anche “altrove”.

Gli specifici connotati dell'offerta di quote di s.r.l. mediante *crowdfunding*, infatti, consentono di rimarcare le differenze che sussistono tra la fattispecie della s.r.l. che ricorre a tale tecnica di raccolta e quella della società (per azioni) aperta, e ancor più della s.p.a. quotata. Per quanto attiene al raffronto con la s.p.a. quotata, le diversità sono facilmente percepibili. Come già messo in luce da parte della letteratura²², invero, all'offerta tramite *crowdfunding* è del tutto ultronea la presenza di un mercato secondario regolamentato, nel quale venga immesso e scambiato lo strumento rappresentativo dell'investimento, che è invece coesistente alla quotazione. Solo quest'ultima, infatti, comporta l'accesso a un mercato nel quale gli scambi sono dettagliatamente regolati, con tutto ciò che ne deriva in termini di affidabilità del valore di scambio e di liquidità dell'investimento: per queste ragioni, l'accesso di un titolo azionario a un mercato regolamentato è il presupposto di applicazione di uno specifico (e speciale) *set* normativo imperniato sull'esistenza e sull'affidabilità del valore di mercato dei beni finanziari quotati²³.

Dunque, posto che al *crowdfunding* di per sé non corrisponde un mercato secondario liquido delle partecipazioni e, in ogni caso, sicuramente non un mercato

²² Tra gli altri, M. MOZZARELLI, *L'equity crowdfunding in Italia. Dati empirici, rischi e strategie*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2019, I, 683 s.; M. NOTARI, *Analisi de iure condendo delle varianti organizzative delle s.r.l. (start up innovative, PMI innovative e PMI): problemi aperti e prospettive evolutive*, in *ODCC*, 2019, 262 s.; G. PRESTI, *Vent'anni vissuti pericolosamente. t.u.f. e codice civile: una convivenza difficile*, in *AGE*, 2019, 483; M. SCIUTO, (nt. 7), 543; N. DE LUCA, *Crowdfunding e quote «dematerializzate» di s.r.l.? Prime considerazioni*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2016, 2; S. LOMBARDO, *AIM, SPAC, equity-crowdfunding e private placement. La raccolta di capitale di rischio fra formazione del capitale e protezione degli investitori*, in *AGE*, 2021, 45; 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 *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della Crisi. Studi in onore di Oreste Cagnasso*, a cura di M. IRRERA, Torino, Giappichelli, 2020, 182; M. LAMANDINI, D. RAMOS MUÑOZ, *La disciplina dell'“equity crowdfunding” nella prospettiva dell'emittente e del diritto societario: verso il sub-tipo emittente digitale?*, in *Riv. dir. soc.*, 2019, 594 ss.; S. CORSO, (nt. 15), 13. Ciò è posto in luce anche dall'osservazione per cui l'offerta sul portale è «fatto istantaneo» a cui non consegue una negoziazione continua (M. CIAN, *Dalla s.r.l. a base personalistica alle quote “finanziarie” e alla destinazione ai mercati: tante s.r.l.?*, in *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della Crisi. Studi in onore di Oreste Cagnasso*, (in questa nota), 35; RINALDO, 1524); meno netto, in argomento, F. BRIZZI, (nt. 15), 220 ss.

²³ P. ABBADESSA, E. GINEVRA, *Art. 2325-bis*, in *Società di capitali: commentario*, a cura di G. NICCOLINI, A. STAGNO D'ALCONTRES, (nt. 7), 11; C. ANGELICI, *La società per azioni. I. Principi e problemi*, Milano, Giuffrè, 2012, 545; E. GINEVRA, *Le società di capitali “aperte” tra codice civile e tuf*, in *Governance e mercati. Studi in onore di Paolo Montalenti*, Torino, Giappichelli, 2022, 479 ss.; M. MAUGERI, *Lo statuto delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio*, in *Il testo unico finanziario*, diretto da G. PRESTI, M. CERA, II, Bologna, Zanichelli, 2020, 1228 s., 1258; e cfr. R. SACCHI, *La capacità propulsiva della s.p.a. quotata è andata esaurendosi?*, in questa *Rivista*, 2021, 583 s.; E. BARCELLONA, *Shareholderism versus stakeholderism*, Milano, Giuffrè, 2022, 47.

regolamentato²⁴, non avendo quindi luogo alcun processo di ammissione agli scambi “regolamentati”, *non solo* è del tutto comprensibile come non si realizzi neppure il meccanismo di valutazione iniziale del valore del bene finanziario tipico delle IPO (c.d. *bookbuilding*)²⁵, sicché il prezzo (valore) del bene finanziario offerto viene stabilito unilateralmente dall’offerente²⁶, *ma altresì* è evidente l’illiquidità delle risorse immobilizzate²⁷, nonché la mancanza di una valutazione di mercato sul valore del bene-investimento. Inoltre, mentre in una s.p.a. quotata la possibilità di un continuo ricambio della compagine sociale è una caratteristica ineliminabile in ragione dell’accesso al sistema di negoziazione continua, una volta conclusa la campagna di *crowdfunding* la s.r.l. continua ad assomigliare, da questo punto di vista, a una società “chiusa”, atteso che il mutamento soggettivo dei soci presuppone trasferimenti che avvengono a seguito di trattativa privata (o *mortis causa*). Pertanto, tali diversità rendono impossibile operare dei parallelismi – anche interpretativi – tra la s.r.l. che ricorre al *crowdfunding* e la s.p.a. quotata.

Altrettanto distanti fra loro si profilano la s.r.l.-*crowdfunded* e la fattispecie

²⁴ È appena il caso di precisare che la «bacheca elettronica» non consente di raggiungere né un elevato grado di liquidità dell’investimento in *crowdfunding* (ma, al più, una leggera diminuzione della sua illiquidità) (M. SCIUTO, (nt. 7), 543; S. CORSO, (nt. 15), 55; P. STAIKOURAS, *The European Union Proposal for a Regulation on Cross-Border Crowdfunding Services: A Solemn or Pie-Crust Promise?*, in 31 *European Bus. L. Rev.*, 2020, 1107 s.) né la formazione di un prezzo pubblico di scambio del bene.

²⁵ J. ARMOUR, L. ENRIQUES, *The Promise and Perils of Crowdfunding: Between Corporate Finance and Consumer Contracts*, in 81 *Modern L. Rev.*, 2018, 57 s.; S. LOMBARDO, (nt. 22), 45; M. MOZZARELLI, (nt. 22), 671 ss.; per osservazioni nella sostanza analoghe, A. PALMITER, *Pricing Disclosure: Crowdfunding’s Curious Conundrum*, in 7 *Ohio State Entrepreneurial Business L. J.*, 2012, 388 ss.; S. ORANBURG, *Bridgefunding: Crowdfunding and the Market for Entrepreneurial Finance*, in 25 *Cornell J. Law Pub. Pol.*, 2015, 431 ss.

²⁶ Se ne è dedotto, in letteratura, l’intensificarsi del c.d. *herding effect* che contraddistingue, in via generale, il *crowdfunding* (J. ARMOUR, L. ENRIQUES, (nt. 25), 59 ss.; D. ZETSCHE, C. PREINER, *Cross-Border Crowdfunding: Towards a Single Crowdlending and Crowdinvesting Market for Europe*, in *EBOR*, 2018, 224; V. DE STASIO, *Il crowdfunding*, in *Il testo unico finanziario*, diretto da G. PRESTI, M. CERA, (nt. 23), 2359; M. MOZZARELLI, (nt. 22), 673; K. SERDARIS, *Behavioural Economic Influences on Primary Market Disclosure – The Case of the EU Regulation on European Crowdfunding Service Providers*, in *ECFR*, 2021, 450; P. STAIKOURAS, (nt. 24), 1085 s.; C. ANGELICI, (nt. 23), 529). Se già era dubbia l’efficacia, al riguardo, della regola contenuta nel regolamento Consob *Crowdfunding*, che imponeva la sottoscrizione di almeno il 5% dell’offerta da parte di investitori «professionali», nel diritto vigente la partecipazione di investitori istituzionali all’offerta mediante *crowdfunding* è rimessa del tutto alla discrezionalità dell’offerente e/o del gestore della piattaforma.

²⁷ J. ARMOUR, L. ENRIQUES, (nt. 25), 58 s., 83; D. ZETSCHE, C. PREINER, (nt. 26), 223; S. LOMBARDO, (nt. 22), 45; M. MOZZARELLI, (nt. 22), 683 s.; M. SCIUTO, (nt. 7), 543 s.; N. DE LUCA, S. FURNARI, A. GENTILE, *Equity Crowdfunding*, in *Dig. disc. priv., sez. comm., Aggiornamento ******, Torino, Utet, 2017, 160; M. LAMANDINI, D. RAMOS MUÑOZ, (nt. 22), 594 ss.; S. CORSO, (nt. 15), 13; E. PEDERZINI, F. DE GOTTARDO, *Incentivi e ostacoli al finanziamento delle PMI s.r.l. sui mercati dei capitali*, in *Giur. comm.*, 2022, I, 294, 308.

della s.p.a. “aperta” non quotata, nonostante la circostanza per cui la s.r.l., con il *crowdfunding*, raccoglie capitale di rischio presso una pluralità – almeno in parte – indifferenziata di soggetti, in ragione del carattere comunque indeterminato dei soggetti oblati.

Al riguardo, è opportuno ricordare che la disciplina cui soggiacciono le s.p.a. “aperte” è anzitutto funzionale a adeguare la struttura organizzativa dell’ente alle particolarità della relativa fattispecie, non presenti in quella della s.p.a. “chiusa”: *i.e.* che (almeno parte de)i soci di s.p.a. aperta vengono reperiti tramite operazione di mercato primario, e quindi aderiscono a un’offerta al pubblico di titoli azionari, i quali rappresentano prodotti finanziari fungibili all’interno di una rosa di alternative comparabili già esistenti sui mercati finanziari. Essi, quindi, hanno (*recte*: sono presunti rivestire) caratteristiche puramente passive e indifferenti all’amministrazione²⁸.

Il rapporto di investimento che si instaura tra la società e i soci *crowdfunder*, per contro, non replica siffatti meccanismi. Non solo è coesenziale alla sottoscrizione di un’offerta di *crowdfunding* la decisione di contribuire alla realizzazione di uno specifico programma imprenditoriale dettagliatamente definito a monte, che, nella prospettiva dell’investitore (: lato della domanda del mercato finanziario), rende quindi il prodotto intrinsecamente differente e non fungibile rispetto all’investimento in titoli tradizionali²⁹ – tanto da potersi dubitare che si replichino, anche all’interno dello specifico mercato rappresentato dal complesso delle offerte di *crowdfunding*, le dinamiche di fungibilità e “indifferenza” tipiche dell’investimento in strumenti azionari³⁰ – ma neppure una volta instaurato il rappor-

²⁸ E. GINEVRA, (nt. 23), 478 s.; MAUGERI, (nt. 23), 1258; P. ABBADESSA, E. GINEVRA, (nt. 23), 13 s.; E. BARCELLONA, (nt. 23), 46; e cfr., altresì, F. D’ALESSANDRO, M. SCIUTO, P. SPADA, *art. 2325-bis*, in *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, diretto da F. D’ALESSANDRO, II, 1, Padova, Piccin, 2011, 16 s.; A. CERRAI, A. MAZZONI, *La tutela del socio e delle minoranze*, in *Riv. soc.*, 1993, 28; M. COSSU, *Società aperte e interesse sociale*, Torino, Giappichelli, 2006, 212; in termini non sovrapponibili, però, M. SCIUTO, *Art. 2325-bis*, in *Le società per azioni*, diretto da P. ABBADESSA, G. PORTALE, I, Milano, Giuffrè, 2016, 138 s.; diversamente, e cioè nell’ordine di idee di un tendenziale accomunamento della s.p.a. quotata e della s.p.a. aperta non quotata – sia in punto di fattispecie sia, se del caso *de jure condendo*, in punto di disciplina –, A. BLANDINI, *Società quotate e società diffuse*, Napoli, Esi, 2005, 5 ss., 39 ss., che argomenta dall’esigenza di tutela pubblicistica dei soci di minoranza esterni ai gruppi di controllo.

Tali considerazioni non sembrano mutare a seguito della modifica, da parte della legge “capitali”, della nozione di s.p.a. emittente titoli diffusi.

²⁹ Lo stesso reg. ECSP afferma che i relativi «prodotti finanziari ... non sono gli stessi prodotti di investimento o di risparmio tradizionali e non dovrebbero essere commercializzati come tali» (considerando 43; e v. anche il testo del disclaimer standard contenuto nell’art. 23 del reg. ECSP).

³⁰ È condiviso che, nella disciplina finanziaria, l’investimento azionario borsistico venga in rilievo quale componente di un “catalogo” di prodotti tra loro fungibili: per tutti, v. E. GINEVRA, (nt. 23), 477 («compagine sociale di azionisti di fatto reclutati nel mercato, ossia nel contesto di una domanda di investimento soddisfatta attraverso l’accesso all’offerta concorrenziale di prodotti finanziari ...

to partecipativo può assumersi in capo al socio *crowdfunder* quella posizione di razionale indifferenza alla vita organizzativa dell'impresa comune che è immanente nella valutazione (non solo socio-economica ma anche) legale del socio di s.p.a. "aperta": in quanto il *crowdfunder* è tipicamente interessato all'andamento dello specifico (e individualizzato) programma imprenditoriale.

Tale elemento "personalistico" – benché non conduca a negare che l'offerta sia comunque rivolta e atta a intercettare una specifica e peculiare tipologia di domanda di "consumo finanziario"³¹, e così che chi vi aderisce si distingue nitidamente dal modello di socio "imprenditore" proprio della s.r.l. – costituisce elemento che distanzia la fattispecie della s.p.a. aperta ma non quotata, che è concepita come collettore di domanda finanziaria di carattere del tutto diverso, la quale risponde alle classiche caratteristiche dell'investimento azionario, mancando il collegamento qualificato tra investimento e programma imprenditoriale tipico, invece, del *crowdfunding*.

Ne segue che non è corretto appiattare i due fenomeni, e quindi i due differenti paradigmi di soci, sullo stesso livello e che, dunque, le diversità in punto di fattispecie normativa rispettivamente della s.r.l.-*crowdfunded* e della società per azioni aperta impediscono di considerare lacunoso lo statuto normativo della prima accostandola alla seconda, e così di applicare analogicamente alla s.r.l. *crowdfunded* la disciplina della s.p.a. con aperte non quotate³².

Se è così, le indubbie frizioni³³ che si creano in conseguenza, *da un lato*,

si riduce la parte del capitale effettivamente rilevante in concreto ai fini della formazione delle maggioranze partecipative: e ciò, per una misura corrispondente all'avvenuto reclutamento di "consumatori disinteressati" alla partecipazione alla *governance* societaria»); FERRI jr, *Investimento e conferimento*, Milano, Giuffrè, 2001, 38 ss., 73 ss., 118 (da cui il virgolettato), 127 ss., e 189 s. («la partecipazione azionaria viene al contrario intesa tendenzialmente in termini di *oggetto di scambio*, o, meglio di (una serie di) scambi, e dunque di un mercato, se non anche in quelli di *prodotto*, nel senso macroeconomico, si direbbe concorrenziale, del termine», (e v. anche 198, testo e nota 144): «la stessa divisione in azioni del capitale sociale acquista un effettivo significato esclusivamente in vista della formazione di un mercato delle partecipazioni, inteso nel senso di sistema autonomo di valutazione delle stesse ... la funzionalità dello strumento azionario può dunque essere colta soltanto nella prospettiva del mercato ... al punto che, in mancanza di un mercato, l'alternativa tra il ricorso alla forma della società per azioni piuttosto che non a quella, ad esempio, della società a responsabilità limitata, si rivela, beninteso sotto questo profilo, del tutto neutra») (enfasi nell'originale); G. GUIZZI, *Mercato finanziario*, in *Enc. dir., Agg.*, V, Milano, Giuffrè, 2001, 751, 756 s.

³¹ E. GINEVRA, (nt. 23), 487 s.

³² Negano in via esplicita che la s.p.a. che raccoglie risorse tramite *crowdfunding* possa essere considerato un emittente titoli diffusi: S. CORSO, (nt. 15), 70 ss.; E. PEDERZINI, F. DE GOTTARDO, (nt. 27), 289.

³³ Già ampiamente sottolineate dalla dottrina: P. AGSTNER, A. CAPIZZI, P. GIUDICI, *Business Angels, Venture Capital e la nuova s.r.l.*, in questa *Rivista*, 2020, 377, 395; F. BRIZZI (nt. 15), 245 ss.; A. CETRA, (nt. 15), 816, 822; O. CAGNASSO, *S.r.l. aperta*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2020, 1223 ss.; M. CAMPOBASSO, *La società a responsabilità limitata. Un modello "senza qualità"?*, in *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della Crisi. Studi in onore di*

dell'immissione del socio *crowdfunder* in una serie di prerogative strutturate sul paradigma del socio "imprenditore" e, *dall'altro lato*, in conseguenza della (quanto meno temporanea) anonimità della persona del socio per la società, nonché le eventuali esigenze di protezione dell'investitore, devono essere risolte non guardando alla disciplina della società (per azioni) aperta, bensì dando rilievo alla circostanza per cui gli investitori su portali investono in *progetti imprenditoriali* destinati a essere realizzati da società "chiuse", le quali non svolgono un'operazione di mercato primario e le cui partecipazioni non sono scambiate sul mercato secondario³⁴.

4. *L'impatto della legge "capitali": intestazione e circolazione di quote di s.r.l. che ricorrono al crowdfunding tra circolazione intermediata (art. 100-ter t.u.f.) e dematerializzazione (art. 3 legge "capitali")*

È nel complessivo quadro così abbozzato che si inseriscono le previsioni della legge "capitali", le quali consentono alle s.r.l., su base volontaria, di emettere le quote in «forma scritturale ai sensi dell'art. 83-bis», *i.e.* quali strumenti finanziari dematerializzati³⁵, al ricorrere di serie di condizioni. La facoltà in parola è prevista non per tutte le s.r.l., bensì soltanto per le PMI, e può riguardare esclusivamente quote standardizzate: il nuovo comma secondo-bis

Oreste Cagnasso, (nt. 22), 25 s.; M. CIAN, (nt. 15), 841, 848 ss.; D. COLONNELLO, E.R. IANNAACCONE, G. MOLLO, M. ONZA, *Piccole e medie imprese e finanziamento del progetto imprenditoriale: una ricerca per un nuovo tipo di emittente*, Quaderni giuridici Consob, 24.6.2022, 49 s.; M.C. DI MARTINO, (nt. 15), 1487; D. DE FILIPPIS, *S.r.l. PMI «aperta» (quote finanziarie, raccolta di capitale, crowdfunding)*, in *Trattato delle società*, (nt. 15), III, 930 s.; E. FREGONARA, *L'equity based crowdfunding: un nuovo modello di finanziamento per le start up innovative*, in *Giur. it.*, 2016, 2300 s.; R. GUIDOTTI, L. ORCIANI, *Sui diritti di controllo del socio nella s.r.l. aperta*, in *Riv. dir. soc.*, 2022, 513 s.; L. MIOTTO, *Sull'imprenditorialità minima del socio di s.r.l.*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2021, 838; M. MAUGERI, (nt. 23), note 49 e 91; M. NOTARI, (nt. 22), 263; C. PASQUARIELLO, *I diritti particolari riguardanti l'amministrazione della società e le categorie di quote*, in *La governance delle società a responsabilità limitata*, a cura di E. PEDERZINI, R. GUIDOTTI, Padova, Cedam, 2018, 167 s.; P. SPOLAORE, (nt. 8), 22, 87 s.

³⁴ I limiti della presente trattazione impediscono di affrontare in maniera compiuta la risoluzione del problema accennato, a cui ci si è dedicati in P. SPOLAORE, (nt. 8), a cui si fa rinvio per una più ampia spiegazione del percorso interpretativo, riassumibile in estrema sintesi nei seguenti passaggi: (i) il tentativo di dimostrare l'esistenza di un'analogia tra la fattispecie dell'investimento in s.r.l. mediante *crowdfunding* e quella dell'investimento in Oicr chiusi (88 ss.); (ii) il raffronto tra le due rispettive discipline, che consente di accertare l'esistenza di una lacuna normativa in relazione al fenomeno dell'investimento mediante *equity crowdfunding* in s.r.l. (95 ss.); (iii) la conseguente applicazione analogica delle regole dell'investimento in Oicr chiusi all'investimento in *crowdfunding* di quote di s.r.l. e quindi alla disciplina della partecipazione sociale (120 ss.).

³⁵ Contenute nell'art. 3, che aggiunge alcuni commi all'art. 26 del d.l. n. 179/2012.

dell'art. 26 d.l. n. 179/2012 circoscrive, infatti, l'emissione in forma scritturale alle «categorie [di quote di s.r.l.-PMI], aventi eguale valore e conferenti uguali diritti». Viene altresì imposto, ove si intenda utilizzare tale sistema, l'onere di avvalersi del libro soci, da aggiornare secondo quanto previsto dall'art. 83-*undecies* t.u.f.

Tali innovazioni riguardano anche l'offerta di quote di s.r.l. mediante *crowdfunding*, in punto di regime di intestazione e circolazione delle quote di s.r.l.³⁶. Infatti, osservando il diritto vigente prima dell'entrata in vigore della legge “capitali”, pare possibile affermare che esista un rapporto di corrispondenza necessariamente biunivoca tra circolazione c.d. intermediata (art. 100-*ter*, commi secondo ss., t.u.f.) e disciplina del *crowdfunding*.

Ciò si comprende considerando, in primo luogo, che l'attivazione di siffatta modalità di intestazione e circolazione delle partecipazioni deve ritenersi non una semplice facoltà bensì una scelta obbligata per la s.r.l. che intenda offrire le proprie quote mediante *crowdfunding*, per effetto dell'art. 10 del regolamento ECSP, per come meglio illustrato dai considerando nn. 28-29. Tale disposizione impone ai prestatori di servizi di *crowdfunding* la «custodia» dei valori mobiliari e/o degli strumenti ammessi ai fini di *crowdfunding* offerti, a tale fine definendo alcuni requisiti, che possono essere soddisfatti con modalità tra loro alternative. I valori mobiliari o gli strumenti ammessi ai fini di *crowdfunding* «che possono essere registrati in un conto di strumenti finanziari aperto a nome di un investitore» o che «possono essere fisicamente consegnati» devono³⁷ essere tenuti in custodia da parte di un depositario autorizzato secondo le direttive 2013/36/UE e 2014/65/UE, il quale può anche soggettivamente coincidere con il gestore del portale stesso, purché munito della relativa autorizzazione³⁸. Per contro, i valori mobiliari o gli strumenti ammessi ai fini di *crowdfunding* i quali, sulla base del diritto nazionale, possono soltanto essere «registrati presso il titolare del progetto» («come gli investimenti in società non quotate») o «detenuti su un conto individuale segregato che un cliente potrebbe aprire direttamente con un depositario centrale di titoli»³⁹, devono essere sottoposti a «custodia»

³⁶ Va segnalato che Consob non ha esercitato la delega regolamentare di cui all'art. 28 del d.l. n. 25/2023, con la conseguenza che la c.d. *tokenizzazione*, che potrebbe astrattamente costituire un sistema compatibile con l'art. 10 regolamento ECSP, non rientra in concreto nelle alternative a disposizione della s.r.l. che voglia ricorrere al *crowdfunding*; in argomento, S. CORSO, A. LAUDONIO, (nt. 6), 18 ss., 28.

³⁷ S.N. HOOGHIEMSTRA, *The provision of asset safekeeping services and payment services by ecsp and third parties (art 10)*, in *Regulation on European Crowdfunding Service Providers for Business: A Commentary*, (nt. 8), 169 s.; ID., *The European Crowdfunding Regulation – Towards harmonization of (Equity- and lending-based) Crowdfunding in Europe?*, in *SSRN*, 2020, 18; P. SPOLAORE, (nt. 8), 55 s.

³⁸ ESMA, *Questions and Answers on the European crowdfunding service providers for business Regulation*, 19 maggio 2022, risposta 3.3.

³⁹ Considerando n. 28.

direttamente da parte del «titolare del progetto» (= la società che ricorre al *crowdfunding*) e tale custodia è positivamente parificata a quella svolta da «depositari qualificati» e non richiede, pertanto, l'autorizzazione di cui alle direttive 2013/36/UE e 2014/65/UE⁴⁰.

Ci si può avvedere, dunque, che il sistema codicistico di circolazione delle quote non soddisfa i requisiti di alcuna delle alternative consentite dall'art. 10 regolamento ECSP: le quote di s.r.l. difficilmente possono essere considerate come «registrabili presso il titolare del progetto», vista l'abrogazione del libro dei soci e il valore dichiarativo delle iscrizioni nel registro delle imprese dei relativi trasferimenti: cosicché è impossibile che la s.r.l.-*crowdfunded* possa effettivamente ritenersi capace di «custodire» le proprie quote. Nemmeno è ipotizzabile, poi, che le quote di s.r.l. vengano annotate su un conto che l'investitore può aprire presso un depositario centrale, posto che soltanto gli intermediari possono essere titolari di conti presso un depositario centrale e che le quote di s.r.l. non soddisfano – nel diritto vigente – i requisiti per l'ammissione a dematerializzazione (né a gestione accentrata di strumenti cartolari)⁴¹.

Ne discende che la disciplina europea prevale sul regime di semplice facoltatività (tanto per la società quanto per il socio), previsto dall'art. 100-ter, commi primo e quarto, t.u.f., imponendo alle s.r.l. italiane che intendano accedere al *crowdfunding* l'adozione del meccanismo della circolazione intermediata, che è l'unica forma che soddisfa (imperfettamente) i requisiti di «custodia» del regolamento ECSP⁴².

Al contempo, la biunivocità tra *crowdfunding* e circolazione intermediata si comprende considerando che il regime alternativo rispetto all'art. 2470 c.c. può essere utilizzato soltanto dalle s.r.l. che offrono le quote tramite *crowdfunding*, come risulta dalla lettera dell'art. 100-ter, secondo comma, lett. a) e b), nonché dalla sua interpretazione sistematica e dalla sua origine, nonostante le contrarie opinioni dottrinali⁴³. Dunque, fino all'entrata in vigore della legge «capitali», gli

⁴⁰ Considerando n. 28; in argomento, cfr. H.N. HOOGHIEMSTRA, (nt. 37), 170.

⁴¹ V., però, F. BRIZZI, (nt. 15), 237 ss.; e cfr., *amplius*, più avanti note 48-49 e testo corrispondente.

⁴² In argomento, v., *amplius*, P. SPOLAORE, (nt. 8), pp. 55 ss.

⁴³ M. CIAN, *L'intestazione intermediata delle quote di s.r.l. pmi: rapporto societario, regime della circolazione*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2018, 1260; O. CAGNASSO, (nt. 33), 1220; P. REVIGLIANO, *Sottoscrizione e trasferimento delle partecipazioni sociali nelle P.M.I. costituite in forma di s.r.l.*, in *Riv. dir. soc.*, 2019, 618; nel senso del testo: I. CAPELLI, *L'equity based crowdfunding e la c.d. «dematerializzazione» delle quote di s.r.l.*, in *ODCC*, 2016, 544; A. DENTAMARO, (nt. 22), 177; in termini dubitativi anche F. ACCETTELLA, *La fattispecie costitutiva e i modelli*, in G. SANTONI, F. BRIOLINI, G.M. BUTA, F. ACCETTELLA, *Le società a responsabilità limitata*, Torino, Giappichelli, 2022, n. 60, 35; e, nella sostanza, N. CIOCCA, G. MARASÀ, *Il trasferimento delle partecipazioni*, in *Le società a responsabilità limitata*, a cura di C. IBBA, G. MARASÀ, (nt. 7), 694, i quali reputano presupposto del regime alternativo che le quote siano state offerte al pubblico, «anche mediante portali online».

ambiti applicativi, rispettivamente della circolazione intermediata e dell'*investment crowdfunding* avente a oggetto quote di s.r.l., coincidono: l'unico regime di circolazione utilizzabile da parte delle s.r.l. che vogliono offrire quote tramite *crowdfunding* è la circolazione intermediata; al contempo, la circolazione intermediata può essere adottata solo in queste circostanze.

Tale biunivocità viene spezzata – almeno per le s.r.l.-PMI – dalle innovazioni apportate all'art. 26 d.l. n. 179/2012 dall'art. 3 legge “capitali”. Infatti, la s.r.l.(-PMI) che offre categorie standardizzate di quote⁴⁴ potrà scegliere tra la circolazione intermediata e l'emissione delle quote in forma scritturale – come esplicitato dalla modifica all'art. 100-ter, secondo comma, t.u.f., da parte dell'art. 3, secondo comma, legge “capitali” –, atteso che le regole proprie della dematerializzazione soddisfano senz'altro i requisiti di cui al menzionato art. 10, e in particolare la possibilità di «custodire» gli strumenti mediante annotazione su «un conto di strumenti finanziari aperto a nome di un investitore» presso un depositario autorizzato⁴⁵.

Vale la pena di sottolineare che siffatto esito consente di ricavare già un autonomo spazio applicativo al regime di dematerializzazione delle quote di s.r.l.-PMI, senza che sia necessario ipotizzare che esso consenta l'ammissibilità delle medesime a sistemi multilaterali di negoziazione⁴⁶.

⁴⁴ Si ritiene utile, a questo punto, esplicitare quale sarebbe l'interazione tra la disciplina delle categorie di quote – tuttora riservata alle s.r.l.-PMI – e l'interpretazione qui proposta, a seguito della legge “capitali”:

- tutte le s.r.l. potrebbero offrire le proprie quote, ma soltanto mediante portali di *crowdfunding*;
- le s.r.l. non PMI che offrono quote tramite portali di *crowdfunding* dovrebbero ricorrere al regime di circolazione intermediata (rimanendo loro preclusa la circolazione scritturale);
- solo le s.r.l.-PMI potrebbero, oltre a offrire le proprie quote su portali di *crowdfunding*, prevedere l'emissione di categorie standardizzate di quote;
- solo le s.r.l.-PMI potrebbero, nell'offrire le proprie quote su portali di *crowdfunding*, optare, in alternativa rispetto al regime di circolazione intermediata, per quello di circolazione scritturale, purché le quote siano standardizzate;
- le s.r.l.-PMI che emettono categorie standardizzate di quote senza offrirle su piattaforme di *crowdfunding* possono accedere alla circolazione scritturale (in alternativa al regime codicistico), ma non alla circolazione intermediata.

Sul rapporto tra standardizzazione e dematerializzazione delle quote, v. S. CORSO, A. LAUDONIO, (nt. 6), 15 ss.

⁴⁵ Ancor più se si considera che diviene obbligatoria, in tale ipotesi, l'adozione del libro dei soci.

⁴⁶ Sulla quale v. il successivo paragrafo; peraltro, va evidenziato che l'utilizzo della dematerializzazione in collegamento con il *crowdfunding* è l'unica realistica applicazione concreta del nuovo regime scritturale richiamata nel Dossier di accompagnamento al d.d.l. capitali (A.S. n. 674-B, 23 febbraio 2024, p. 18), atteso che l'altra (a p. 16) è piuttosto fantasiosa, trattandosi dell'«eliminazione del certificato fisico che rappresenta la proprietà del titolo», in ragione della quale 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; a livello di sistema, si riducono i costi di movimentazione (conseguente all'avvicendamento della proprietà) dei titoli. Inoltre il pagamento degli

5. Segue: dematerializzazione delle quote e ammissione a negoziazione su sistemi multilaterali di negoziazione.

Infatti, le ricadute della facoltà di accedere al regime di dematerializzazione delle quote non si limitano al contesto del *crowdfunding* e si manifestano, almeno in termini potenziali, sul piano delle possibilità per le s.r.l. (soltanto se PMI) di accedere a canali di raccolta di capitale di rischio diversi dal *crowdfunding*.

Si allude, in particolare, a una delle conseguenze che discendono dalla facoltà di accedere al sistema di dematerializzazione di cui agli artt. 83-bis ss. t.u.f., ossia al venir meno di un ostacolo “ontologico” – o per lo meno, ritenuto tale da parte della letteratura – all’ammissione a negoziazione su sistemi multilaterali di negoziazione⁴⁷, appunto in ragione della strutturale insuscettibilità della quota di s.r.l. ad accedere alla dematerializzazione stessa⁴⁸. Conclusione alla quale si giungeva in ragione, in sintesi, del rilievo che la quota, non essendo un titolo di credito né prestandosi a essere disciplinata in maniera funzionalmente analoga, non rientra nella fattispecie dei «valori mobiliari»⁴⁹. Infatti, non è contestabile che, nel mo-

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».

⁴⁷ M. CIAN, (nt. 7), 308; S. CORSO, (nt. 15), 53 s.; E. GINEVRA, *Le sedi e le operazioni di mercato. La disciplina degli emittenti*, in *Diritto commerciale*, a cura di M. CIAN, IV, Torino, Giappichelli, 2020, 291; E. PEDERZINI, F. DE GOTTARDO, (nt. 27), 289; per contro, in termini affermativi quanto alla possibilità di ammettere le quote a negoziazione su MTF, A. STAGNO D’ALCONTRES, N. DE LUCA, *Le società. II. Le società di capitali*, Torino, Giappichelli, 2017, 59; V. SANTORO, *Tentativi di sviluppo di un mercato secondario delle quote di società a responsabilità limitata*, in *La società a responsabilità limitata: un modello transpico alla prova del Codice della Crisi. Studi in onore di Oreste Cagnasso*, (nt. 22), 284; E. CUSA, *Le quote di s.r.l. possono essere valori mobiliari*, in *Riv. soc.*, 2019, 693 s.; C. MALBERTI, (nt. 3), 1240, pur dubitativo.

⁴⁸ Nonché al regime di gestione accentrata di strumenti cartolari.

⁴⁹ E. GINEVRA, (nt. 47), 291, testo e nota 54; Id., (nt. 23), 488, nota 56; M. CIAN, (nt. 7), 308; A. GUACCERO, *La start-up innovativa in forma di società a responsabilità limitata: raccolta del capitale di rischio ed equity crowdfunding*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2014, I, 714; F. ACCETTELLA, N. CIOCCA, *Emittente e portale nell’equity-based crowdfunding*, in *Giur. comm.*, 2017, I, 253; E. PEDERZINI, F. DE GOTTARDO, (nt. 27), 288 s.; A. DENTAMARO, (nt. 22), 170 s.; P. SPOLAORE, (nt. 8), 71 ss.; e, prima della disciplina del *crowdfunding*, v.: F. ACCETTELLA, *Il collocamento di strumenti finanziari*, Milano, Giuffrè, 2013, 17 ss.; G. BRANCADORO, *Strumenti finanziari e mercato mobiliare*, Milano, Giuffrè, 2005, 90 s. Per la tesi opposta, F. BRIZZI, (nt. 15), 160 ss.; S. CORSO, A. LAUDONIO, (nt. 6), 9; 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, 2019, 92, ma solo qualora venga utilizzato il regime di circolazione intermediata; 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.-PMI aperta?*, in *Riv. soc.*, 2018, 1461 s. (secondo cui sarebbe sufficiente la mera standardizzazione, anche senza l’effettivo ricorso alla sollecitazione tramite *crowdfunding*); G. PRESTI, (nt. 22), 484; E. CUSA, (nt. 47), 675 ss.; possibilisti: M. SCIUTO, (nt. 7), 541; S. CORSO,

mento in cui le quote di s.r.l. sono ammesse al regime di circolazione dematerializzata, l'applicazione delle relative regole (in termini di autonomia in sede di circolazione e in sede di acquisto) completi, a livello di *disciplina*, la mancanza *nella fattispecie* degli elementi propri della cartolarità⁵⁰. Potrebbe pertanto ritenersi non più valida l'obiezione alla riconducibilità della quota di s.r.l.-PMI alla categoria dei valori mobiliari (mancanza di cartolarità), con la conseguenza che la s.r.l.-PMI potrebbe, in quanto strumento finanziario, soddisfare il requisito per l'ammissione a negoziazione su MTF previsto dall'art. 1, comma 5-*octies*, lett. a), t.u.f.

Cionondimeno, è quanto meno incerto che l'approdo ipotizzato sia condivisibile in termini assoluti. Tra gli elementi definatori della categoria (sebbene aperta) dei valori mobiliari («valori che possono essere negoziati nel mercato dei capitali») rimane, infatti, l'elemento della negoziabilità. Nonostante siffatta caratteristica possa ricorrere – si ritiene⁵¹ – anche in presenza di limiti alla trasferibilità dello strumento finanziario, è dubbio che essa sia rinvenibile in presenza di un divieto di offerta al pubblico del prodotto come quello *ex art. 2468*, primo comma, c.c.: che viene derogato dall'art. 100-*ter* t.u.f. unicamente per le campagne di *crowdfunding*, ma che è altrimenti vigente⁵² e non può ritenersi implicitamente derogato dall'art. 3 della legge “capitali”. In tal senso depone anche la ricordata nozione di «strumenti finanziari ammessi a fini di crowdfunding», se si tiene a mente che essa è stata introdotta *ex novo* dalla normativa eurounitaria del *crowdfunding* pro-

(nt. 15), 39 s., ma poi comunque dubitando dell'ammissibilità a MTF (53 s.); F. ACCETTELLA, *Raccolta di capitali di rischio tramite portali e forme di intermediazione finanziaria*, in *Start-up e PMI innovative: scelte statutarie e finanziamento*, a cura di S. CORSO, Napoli, Esi, 2019, 186 s.; in posizione intermedia, S. PATRIARCA, *Prodotti e strumenti finanziari*, in *Il testo unico finanziario*, diretto da G. PRESTI, M. CERA, I, Bologna, Zanichelli, 2020, 85 s., per cui la destinazione al mercato delle (sole) quote emesse da s.r.l.-PMI ne comporterebbe la qualifica come «strumenti finanziari» e legittimerebbe la domanda se si possano considerare anche «valori mobiliari»; di avviso ancora diverso, D. COLONNELLO, E.R. IANNACCONE, G. MOLLO, M. ONZA, (nt. 33), 49 ss., per i quali la qualificazione delle quote di s.r.l. standardizzate come valori mobiliari, benché auspicabile *de jure condendo*, sarebbe *de jure condito* dubbia (ma, peraltro, non significativa ai fini della disciplina dell'offerta al pubblico, poiché il “regime speciale” del *crowdfunding* sottrae comunque le quote di s.r.l. *tout court* oggetto di offerta alla disciplina del mercato primario).

⁵⁰ Sulla falsariga del meccanismo normativo adottato per i contratti derivati dematerializzabili: M. CIAN, *Titoli dematerializzati e circolazione «cartolare»*, Milano, Giuffrè, 2001, 76 s., 146; N. DE LUCA, *Circolazione delle azioni e legittimazione dei soci*, Torino, Giappichelli, 2007, 335 s.; e cfr. C. ANGELICI, *Sul contratto di borsa*, Milano, Giuffrè, 2021, 209 ss.; G. GUIZZI, (nt. 30), 751, nota 24; con riferimento alle quote di s.r.l. dematerializzate, R. LENER, *Cosa sta succedendo alle quote di s.r.l.?*, in *Quaderni Assosim*, 2023, 13; S. CORSO, A. LAUDONIO, (nt. 6), 13 s.

⁵¹ E. RIGHINI, *Strumenti e prodotti finanziari*, in *Enc. dir., Annali*, IV, Milano, Giuffrè, 2011, 1166; M. CIAN, *Le forme dell'attività: i servizi, i modelli contrattuali, i prodotti*, in *Diritto commerciale*, a cura di M. CIAN, (nt. 47), 191; E. CUSA, (nt. 47), 681; ma v., sull'argomento, M. ONZA, L. SALAMONE, *Prodotti, strumenti finanziari, valori mobiliari*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2009, I, 577 s.; G. GUIZZI, (nt. 30), 751.

⁵² Sopra, par. 2.

prio sull'assunto che la presenza di un divieto di offerta al pubblico impedisca la sussunzione della partecipazione in questione nella categoria dei valori mobiliari.

Se si condivide che la nozione di «mercato dei capitali» contenuta nella definizione di valori mobiliari vada intesa in senso lato, si potrebbe allora ritenere che possano essere ammesse a negoziazione su MTF, naturalmente purché dematerializzate, quote di s.r.l.-PMI che siano già state oggetto di una previa offerta tramite *crowdfunding*⁵³.

Va aggiunto, nondimeno, che è quanto meno dubitabile che nel medesimo MTF possano essere ammesse a negoziazione simultaneamente quote di s.r.l.-PMI e azioni di s.p.a., per più di una ragione. Ove si giungesse a un simile approccio, nello stesso mercato verrebbero negoziati strumenti finanziari emessi da due distinte categorie di soggetti emittenti, ciascuna retta da un proprio statuto normativo (rispettivamente quello della s.p.a. negoziata⁵⁴ e quello della s.r.l.). La diversità del contenuto delle due tipologie di strumenti renderebbe particolarmente elevato il pericolo, infatti, che le dinamiche di mercato non operino in maniera del tutto regolare. Nella specie, non appare fuori luogo immaginare che, in un simile contesto, l'ammissione al mercato di quote di s.r.l. possa rappresentare un ostacolo alla fluidità dei meccanismi di formazione del prezzo. Ciò, non solo e non tanto per la maggiore intensità del profilo di rischio medio, rispetto ai titoli azionari, che caratterizza la s.r.l. (in ragione sia dei livelli di patrimonializzazione, sia dell'assetto dei controlli interni), ma soprattutto e precipuamente in ragione della natura non standardizzata della struttura organizzativa di tale tipo, e quindi del contenuto dello strumento finanziario, al di là della sua standardizzazione dal punto di vista del valore nominale. Dovendosi ritenere che siffatte informazioni siano elementi utilizzati nella formazione del prezzo di scambio dei titoli⁵⁵, ne discende

⁵³ In alternativa, si potrebbe forse ritenere che, vista la permanenza del divieto di offerta «al pubblico», le quote di s.r.l.-PMI dematerializzate possano essere ammesse a negoziazione purché l'offerta sia riservata a investitori professionali: come peraltro avviene attualmente per buona parte dell'ammissione alle negoziazioni su MTF anche di titoli azionari. A una simile conclusione, però, potrebbe ostare il rilievo per cui l'offerta riservata è soggetta a una disciplina eccezionale proprio in quanto di per sé costituisce comunque una forma, per quanto peculiare, di offerta al pubblico.

⁵⁴ È peraltro utile ricordare che la sola ammissione a negoziazione su MTF, *per un verso*, non comporta automaticamente l'acquisto dello *status* di società aventi azioni diffuse (nemmeno a seguito della legge “capitali”: cfr. il nuovo art. 2325-ter c.c.); *per l'altro*, determina l'applicazione, in aggiunta al regime della s.p.a. di base, di un'“antologia” di regole selezionate all'interno del regime della s.p.a. quotata. È possibile (e anzi frequente), quindi, che la s.p.a. le cui azioni sono negoziate su MTF sia disciplinata in massima parte dalle regole proprie della s.p.a. “chiusa”, nonostante la legge “capitali” estenda il novero delle disposizioni che hanno come presupposto applicativo il fatto puro e semplice negoziazione, senza che sia necessaria l'integrazione della fattispecie della diffusione presso il pubblico.

⁵⁵ È acquisito che nella formazione del prezzo vengano incluse, per lo meno in linea teorica, le informazioni relative ai profili strutturali – e *lato sensu* organizzativi – dell'ente: per quanto riguarda, ad es., sia gli assetti proprietari (v., e.g., R. GILSON, *Controlling Family Shareholders in Devel-*

che la presenza 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 fungibili⁵⁶, con la conseguenza, nella migliore delle ipotesi, dell'applicazione di uno sconto a tutte le s.r.l. ivi ammesse per la sola ragione della loro non comparabilità con le s.p.a.; o, nella peggiore, dell'applicazione di uno sconto via generalizzata a tutti gli strumenti scambiati in un simile mercato, secondo i meccanismi del c.d. *market for lemons*.

Peraltro, ove si volesse immaginare che, quale condizione per l'ammissione a

oping Countries. Anchoring Relational Exchange, in 60 *Stanford L. Rev.*, 2007, 633 ss.; H. ALMEIDA, S.Y. PARK, M.G. SUBRAHMANYAM, D. WOLFENZON, *The structure and formation of business groups: Evidence from Korean chaebols*, in 99 *J. of Fin. Econ.*, 2011, 447 ss.; ragione che spiega l'esistenza di obblighi di *disclosure* aventi ad oggetto le partecipazioni rilevanti: cfr. C. PRESCIANI, *La trasparenza degli azionisti istituzionali di società quotate*, Torino, Giappichelli, 2020, 178 ss.; E. GINEVRA, (nt. 23), 483) sia la composizione e la struttura dell'organo amministrativo (E. GINEVRA, (nt. 23), 481; R. LA PORTA, F. LOPEZ-DE-SILANES, A. SHLEIFER, R. VISHNY, *Investor protection and corporate governance*, in 58 *J. of Fin. Econ.*, 2001, 3 ss.; ciò, a prescindere dall'effettiva esistenza di una correlazione, e della direzione dell'eventuale rapporto, tra "qualità" della *corporate governance* e andamento dell'attività, sulla quale esistono contrastanti evidenze empiriche: ad es., cfr. G. BERNILE, V. BHAGWAT, S. YONKER, *Board diversity, firm risk, and corporate policies*, in 127 *J. of Fin. Econ.*, 2018, 588 ss., con R.B. ADAMS, D. FERREIRA, *Women in the boardroom and their impact on governance and performance*, in 94 *J. of Fin. Econ.*, 2009, 291 ss.) sia il funzionamento interno dell'organo assembleare (E. GINEVRA, (nt. 23), 483; M. MAUGERI, (nt. 23), 1237 s.). Sulla base di tutto ciò, è ragionevole attendersi che, nel momento in cui la struttura organizzativa in senso stretto (rapporto tra soci e amministratori) non sia, come nella s.r.l. e a differenza di quanto tradizionalmente avviene con i titoli azionari, normativamente standardizzata (cfr., infatti, sul rapporto tra autonomia statutaria e s.p.a. quotata, M. MAUGERI, (nt. 23), 1263), nella formazione del prezzo vengano incorporate le informazioni individuali relative alla struttura caratteristica della singola emittente (s.r.l.), e comunque quelle relative alle peculiarità derivanti – inderogabilmente – dal regime normativo applicabile (ad es., art. 2479, primo comma, c.c.); sulla base di meccanismi non dissimili a quelli che conducono alla formazione del prezzo delle emissioni obbligazionarie, la quale dipende dalle specificità individuali (negoziali e legali) della singola operazione: M. KAHAN, *The Qualified Case Against Mandatory Terms in Bonds*, in 89 *Northwestern Univ. L. Rev.*, 1994-1995, 575 ss.; C. PICCIAU, *Diffusione di giudizi inesatti nel mercato finanziario e responsabilità delle agenzie di rating*, Milano, Egea, 2018, 249. E, infatti, nel momento in cui si ammette la compresenza nel medesimo mercato di diverse tipologie di emittenti, si verifica un tendenziale livellamento dello statuto normativo applicabile, che fa venire meno le peculiarità dei vari "tipi": con riferimento all'esperienza belga, v. P. AGSTNER, *Le s.r.l. aperte: uno sguardo comparatistico*, in questo fascicolo della *Rivista*, a 12 del dattiloscritto consultato per cortesia dell'A.; S. CORSO, A. LAUDONIO, (nt. 6), 13, nota 49 («la compresenza nei mercati di crescita di diverse tipologie di emittenti e di strumenti finanziari con differenti livelli di complessità risulta, in un certo senso, fisiologicamente ammessa dal sistema... 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»), 15.

⁵⁶ A ben vedere, del resto, in presenza di più s.r.l. "emittenti", le quote rappresentative della partecipazione in ciascuna di esse non sarebbero tra fungibili, in ragione di quanto detto nel testo.

MTF, la s.r.l. dovesse replicare statutariamente le regole organizzative proprie della s.p.a., verrebbe meno allora la ragione (e l'apprezzabilità per la collettività) per la quale consentire la compresenza di due tipi di emittenti la cui unica differenza risiederebbe nei più morbidi requisiti di capitalizzazione previsti per uno dei due.

Da tale osservazione scaturisce un'ulteriore perplessità, che pare sussistere anche a prescindere da quella appena formulata. Ove si osservi la situazione ipotizzata (MTF nel quale verrebbero negoziate sia azioni di s.p.a., sia quote di s.r.l.) nella prospettiva della parità di trattamento dei soggetti emittenti, infatti, ci si avvede che una classe tra essi (s.p.a.) sarebbe soggetta a un regime normativo notoriamente più rigido rispetto all'altra (s.r.l.), senza un'apparente ragione giustificatrice di tale diversità. Immaginare che siffatta disparità di trattamento⁵⁷ possa essere legittimamente fondata sull'esigenza di incentivare le imprese organizzate come s.r.l. ad accedere a forme "più progredite" di raccolta dei capitali non sembra corretto, atteso che tale esigenza può essere soddisfatta mediante la creazione di MTF *ad hoc*, senza pregiudizio alcuno per le emittenti (s.p.a.) già ammesse a negoziazione su MTF preesistenti.

⁵⁷ Che emerge anche in termini diacronici: fino a un certo momento, le imprese organizzate come s.r.l. che intendessero accedere a un MTF erano tenute a trasformarsi in s.p.a.; sull'esperienza delle LLC quotate nel modello statunitense, P. AGSTNER, (nt. 55), 12 ss.