

Capitolo I

La s.r.l. aperta

Sommario: 1. L'apertura al mercato per la s.r.l.: inquadramento del problema. – 2. L'attuale disciplina della s.r.l. aperta. – 3. Il *crowdfunding*. – 4. Quale apertura al mercato per le s.r.l.? – 4.1. (*Segue*). La quota di s.r.l. intesa come valore mobiliare, la sua dematerializzazione e le conseguenze con riferimento all'art. 2325-bis c.c. – 4.2. (*Segue*). La possibilità di costituire quote senza diritti di voto: quali i margini di autonomia statutaria per le s.r.l. aperte?

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

Negli ultimi anni il legislatore ha proposto una serie di interventi, per certi versi dirompenti, da un lato con il precipuo obiettivo di favorire la crescita dei mercati dei capitali e, dall'altro, al fine di consentire un migliore sviluppo, anche in termini finanziari, delle società a responsabilità limitata¹.

Trattasi di interventi complessi che scontano – anche perché approvati durante il corso di parecchi anni e forse senza una precisa strategia – una certa disarmonia fra loro.

¹ Secondo i dati proposti da Unioncamere (disponibili in www.infocamere.it/movimprese) nel I trimestre 2024 risultano registrate 5.929.00 imprese, di cui 5.083.500 sono quelle attive. Di queste, solo 4.292 possono essere considerate grandi imprese (in particolare poiché aventi oltre 250 addetti). Le s.r.l., invece, sono circa 1.730.000 e pressoché tutte sono PMI. D'altronde, anche in Unione europea si assiste ad una tendenza simile, che vede le PMI avere un ruolo di sempre maggiore rilievo: le PMI in Europa producono più della metà del PIL europeo e rappresentano il 99% del totale delle imprese nello Spazio Economico Europeo. Per maggiori dati sulla struttura e la composizione delle imprese italiane si veda la banca dati ISTAT "Imprese e addetti", disponibile su istat.it. Per meglio approfondire i dati sulle PMI in UE v. PARLAMENTO EUROPEO, *Note tematiche sull'Unione europea, Piccole e medie imprese*, disponibile su www.europarl.europa.eu.

Su di essi cercherò di soffermarmi nelle pagine successive, rimarcando tuttavia fin da ora come – a sommosso parere di chi scrive – appaia necessario effettuare qualche ulteriore riflessione di carattere sistemico da parte del legislatore; legislatore che ha sì il merito di aver prospettato innovazioni in grado di migliorare la competitività delle nostre PMI, ma che, tuttavia, non pare aver indicato quale possa essere un chiaro punto di arrivo con riferimento ai vari interventi normativi proposti.

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

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

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

Inoltre, la recente legge capitali (legge 5 marzo 2024, n. 21, interventi a sostegno della competitività del mercato dei capitali) introduce la possibilità di dematerializzazione delle categorie di quote delle PMI e, quindi, la possibilità di una circolazione scritturale analoga a quella delle azioni; si apre, pertanto, anche la prospettiva della circolazione delle quote tramite *token* e *blockchain*, ma sempre soltanto per s.r.l. PMI.

Alla luce di dette evoluzioni, appare evidente come la situazione attuale sia molto favorevole ad un'apertura dei mercati di crescita delle PMI alle s.r.l., anche se permangono "asimmetrie" per le s.r.l. non PMI. Nondimeno, la stessa legge capitali sembrerebbe non sopperire – in attesa che sia presentato un correttivo alla stessa – alla mancanza di coordinamento tra le varie regole di carattere giuscommerciale che favoriscono la ormai ben nota "s.r.l. aperta".

Eppure, come si puntualizzava, permangono non poche difficoltà interpretative. Ad esempio, con le innovazioni introdotte in attuazione del Regolamento sul *crowdfunding* è stato superato il divieto di offerta al pubblico (sembrerebbe) per tutte le s.r.l., sebbene non sia stato eliminato (espressamente) il divieto di emettere categorie di quote e quello di standardizzazione

delle stesse per le s.r.l. “grandi”, ovvero che superano i limiti che individuano la PMI. O, ancora, si pensi alla possibile dematerializzazione delle quote della s.r.l. consentita proprio dalla legge capitali, dematerializzazione che parrebbe far venir meno le differenze tra le stesse quote e le azioni; purtroppo, l’apertura delle s.r.l. al mercato di capitali non è esplicitata in modo chiaro, ma sempre e solo attraverso una costruzione giuridica di carattere “incrementale”, certamente ambiziosa nelle intenzioni ma timida nelle forme, quasi che gli steccati tra diritto societario e diritto dei mercati finanziari non possano (ancora) essere del tutto valicati con riferimento a questo tipo societario.

In detta prospettiva, il percorso verso la quotazione delle s.r.l. nei mercati di crescita per le PMI richiede – tra l’altro – il superamento di due ostacoli che potrebbero derivare da certe letture delle nuove norme. Considerato infatti che la seconda parte del comma 1 dell’art. 100-ter T.U.F. dispone che *«le quote di partecipazione in società a responsabilità limitata possono costituire oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari, anche attraverso le piattaforme di crowdfunding, nei limiti previsti dal regolamento (UE) 2020/1503»*, un primo nodo è rappresentato dal ritenere che l’offerta al pubblico possa avvenire solo con il *crowdfunding*, dimenticando “l’anche” presente nella norma, mentre l’altro potrebbe derivare da un’interpretazione della nuova norma che limiti l’apertura al mercato solo laddove siano rispettati i presupposti previsti per l’utilizzo del *crowdfunding* (o meglio, dal suo Regolamento).

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

Ovviamente, anche questo merita essere sottolineato, la quotazione delle s.r.l. appare come un’operazione singolare, in grado di portare non solo finanza, ma anche “qualità e competenze” al complesso mondo delle piccole e medie imprese italiane. D’altronde, a ben vedere e pur in presenza di una disciplina ancora in divenire, non pare vi siano – allo stato – divieti normativi “dichiarati” alla quotazione delle s.r.l. nei mercati di crescita per le PMI, né vincoli insuperabili presenti nei regolamenti di mercato.

In una prospettiva *de iure condendo*, non pare un azzardo considerare già oggi possibile la quotazione di una s.r.l. nei mercati di crescita per le PMI. E anche laddove vi fossero dubbi al riguardo (come indicato, derivanti dal dif-

ficile coordinamento tra regole del diritto societario e del diritto dei mercati finanziari), i passi in avanti effettuati dalla legge capitali e dalle altre regole con riferimento alla “s.r.l. aperta” appaiono come una sorta di *humus* introdotto in un terreno di per sé già fertile, ormai pronto alla nascita di una nuova prospettiva in termini di completa apertura della stessa al mercato dei capitali.

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

2. L’ attuale disciplina della s.r.l. aperta

Si è puntualizzato come oggi anche la società a responsabilità limitata possa accedere al mercato dei capitali; trattasi certamente di tema delicato, che tuttavia – prima di essere affrontato nelle pagine seguenti, anche con riferimento alla possibile quotazione da parte della s.r.l. in un sistema multilaterale di negoziazione e, nello specifico, in un mercato di crescita per le PMI – merita un veloce *excursus* relativamente all’evoluzione normativa che, appunto, ha introdotto tale possibilità nel nostro ordinamento².

Il Governo italiano già nel “*Rapporto Restart Italia! Perché dobbiamo ripartire dai giovani, dall’innovazione, dalla nuova impresa*”, divulgato il 13 settembre 2012, si esprimeva in termini di grande attenzione per lo sviluppo delle nuove imprese tecnologiche. Di lì a breve, infatti, sarebbe stato approvato il d.l. 18 ottobre 2012, n. 179, convertito nella legge 17 dicembre 2012, n. 221³, nel quale si sarebbe presentata la prima disciplina con riferi-

² In argomento v. ANNUNZIATA, “*Il migliore dei mondi possibili*”? L’accesso delle PMI alle trading venues: libertà, condizionamenti e gold plating, in *Riv. soc.*, 2021, 5-6, 1175 ss.; DENTAMARO, *Azioni, quote di S.R.L. PMI e loro negoziabilità nel mercato dei capitali e nelle sedi di negoziazione*, in *Giust. civ.*, 2022, 4, 823 ss.

³ Noto anche come “*Decreto crescita 2.0*”, aveva quale obiettivo precipuo – pure in conseguenza di taluni richiami europei presentati l’anno precedente – di rendere l’Italia un Paese capace di generare innovazione tecnologica; peraltro, tra le misure proposte si ribadiva, alla

mento alla c.d. *start up* innovativa⁴, ovvero una società con oggetto sociale prevalente rivolto allo sviluppo, la produzione e la commercializzazione di prodotti o servizi innovativi ad alto valore tecnologico⁵. Detta società è soggetta all'iscrizione in una sezione speciale del registro delle imprese e può usufruire di una serie di vantaggi di natura fiscale (tra cui riduzioni degli oneri per l'avvio), previdenziale, in ipotesi di fallimento, nonché – come indicato nella norma – di alcune «*deroghe al diritto comune*». Tra l'altro, i vantaggi per le *start up* innovative – previsti in un primo momento per un periodo di tre anni – sono stati prorogati nel tempo e, in alcuni casi, integrati⁶.

p. 78, come in ordine al fenomeno dell'*equity crowdfunding* dovesse prevedersi «una procedura di autorizzazione semplice, basata su chiare garanzie da parte di chi voglia aprire queste piattaforme online dedicate alla raccolta di capitale, creando meccanismi di trasparenza ed informazione».

⁴ Il termine “*start up*”, usato per sottolineare una determinata fase iniziale dell'impresa, viene peraltro stigmatizzato da CIAN, *Le società start-up innovative. Problemi definitivi e tipologici*, in *AIDA*, 2013, 412.

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

⁶ Si pensi, ad esempio, alla possibilità di accesso semplificato, gratuito e diretto al fondo di garanzia per le PMI (senza la necessità, quindi, di dover ricevere l'ausilio di un confidi)

Queste ultime sono rivolte, in alcuni casi, a tutte le società di capitali (in particolare sotto il profilo della disciplina della riduzione del capitale per perdite), mentre in altri solo alle società a responsabilità limitata. Tra le deroghe al diritto societario previste per le *start up* innovative, merita sottolineare la possibilità: a) di creare categorie di quote, anche senza voto o a voto non pieno; b) di emettere strumenti finanziari forniti di diritti patrimoniali o anche amministrativi, escluso il voto nelle decisioni dei soci; c) di acquisire partecipazioni proprie a certe condizioni; d) di offrire le quote al pubblico, anche tramite il *crowdfunding*.

La normativa sulle *start up* innovative è stata interessata negli ultimi anni da alcuni interventi di modifica e miglioramento; al riguardo, provvedimenti quali il d.l. 28 giugno 2013, n. 76 (noto come "*Decreto Lavoro*"), il d.l. 24 gennaio 2015, n. 3 (noto come "*Investment Compact*") e la legge 11 dicembre 2016, n. 232 (la legge di bilancio 2017) hanno affinato e ampliato l'offerta di strumenti agevolativi previsti dal d.l. 18 ottobre 2012, n. 179⁷.

Tra detti interventi si menziona soprattutto il d.l. 24 gennaio 2015, n. 3 con cui il legislatore, enfatizzando la rilevanza delle imprese tecnologiche quale elemento di accresciuta produttività industriale⁸, ha allargato la platea delle imprese «autorizzate» a raccogliere capitali tramite portali *online* alle c.d. «piccole e medie imprese innovative»⁹.

per poter ottenere una garanzia sui finanziamenti bancari ricevuti o, ancora, alla facoltà di ricevere il c.d. incentivo "*Smart & Start Italia*", vale a dire l'erogazione di un finanziamento a tasso zero per progetti di sviluppo imprenditoriale con un programma di spesa di importo compreso tra 100 mila e 1,5 milioni di euro. Quest'ultima misura era gestita da Invitalia, in collaborazione con il Ministero dello Sviluppo Economico.

⁷ In argomento v. anche GUIZZARDI, *L'impresa start up innovativa costituita in forma di s.r.l.*, in *Giur. comm.*, 2016, 4, 549 ss.; GIUDICI-AGSTNER, *Startups and company law: the competitive pressure of Delaware on Italy (and Europe?)*, in *Eur. Bus. Org. Law Rev.*, 2019, 20, 471 ss., secondo cui il legislatore italiano ha "ridisegnato" la s.r.l. *start up* avendo come riferimento l'ordinamento degli Stati Uniti (e del Delaware in particolare).

⁸ Ulteriori misure – non riconducibili al nucleo originario relativo alle *start up* innovative – sono inoltre state approvate al fine di efficientare la disciplina relativa all'imprenditorialità innovativa. Tra queste merita sottolineare, in particolare, il varo del "*Piano Nazionale Industria 4.0*", documento il cui *focus* si allarga anche al più vasto panorama delle politiche nazionali per l'innovazione. Sul tema v. AVERARDI, *Potere pubblico e politiche industriali*, Napoli, 2018; MARINO, *Italia 4.0: un nuovo regionalismo per rilanciare l'innovazione, ecco come*, in *agendadigitale.eu*, 2019.

⁹ Le PMI sono imprese che, così come indicato all'art. 2, par. 1, lett. f), regolamento (UE) 2017/1129 (il c.d. regolamento prospetto), soddisfano i seguenti criteri: a) meno di 250 dipendenti; b) fatturato annuo non superiore a 50 milioni di euro o totale dello stato patrimo-

Continuando la ricostruzione, si evidenzia come l'intervento di maggior rilievo sia comunque il d.l. 24 aprile 2017, n. 50, convertito dalla legge 21 giugno 2017, n. 96, contenente misure urgenti per lo sviluppo delle PMI; al comma 1 dell'art. 57, rubricato "*Attrazione per gli investimenti*", si prevede che «*all'articolo 26, commi 2, 5 e 6, del decreto – legge 18 ottobre 2012, n. 179, convertito, con modificazioni, dalla legge 17 dicembre 2012, n. 221, le parole: 'start-up innovative' e 'start-up innovativa', ovunque ricorrano, sono sostituite dalla seguente: PMI*». Con tale disposizione viene quindi consentito anche alle s.r.l. rientranti tra le PMI – analogamente a quanto previsto per le s.r.l. *start up* innovative e per le PMI innovative – di creare cate-

niale di bilancio non superiore a 43 milioni di euro. La nozione richiamata dal regolamento (UE) 2017/1129 è stata a sua volta recepita nella nostra legislazione dal Regolamento CONSOB di attuazione del d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, concernente la disciplina degli emittenti. Si sottolinea, inoltre, come nel d.lgs. 3 agosto 2017, n. 129 il legislatore si preoccupi di definire l'ambito di applicazione mediante una serie di modifiche al T.U.F. che, da un lato confermano l'utilizzabilità della nozione di cui sopra e, dall'altro lato, espandono, con ulteriori criteri, il concetto di PMI. Con riguardo a tale ultimo ampliamento – posto il rinvio ai criteri fissati dalla direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio 15 maggio 2014, n. 2014/65/UE, della quale peraltro il d.lgs. 3 agosto 2017, n. 129 ne costituisce attuazione – è da considerarsi altresì "piccola o media impresa" «*un'impresa che ha una capitalizzazione di borsa media inferiore a 200.000.000 EUR sulla base delle quotazioni di fine anno dei tre precedenti anni civili*» (cfr. art. 4, n. 13, direttiva n. 2014/65/UE). Merita ricordare, sul tema, che la direttiva 2023/2775 del 21 dicembre 2023 prevede di apportare modifiche importanti ai criteri dimensionali per le PMI in risposta all'inflazione registrata nel 2021 e nel 2022 (si considera che l'effetto legato alla crescita dei prezzi dovrebbe comportare una diversa classificazione di PMI, innalzando conseguentemente i limiti dello stato patrimoniale e dei ricavi almeno nella misura del 25%). A seguito della direttiva richiamata, gli Stati membri saranno tenuti a delineare diversi limiti dimensionali per individuare le PMI, presumibilmente con un procedimento condiviso che terminerà nel 2025. Con riferimento alle *start up* innovative, l'art. 4, d.l. 24 gennaio 2015, n. 3 modifica i requisiti di innovatività per esse, stabilendo che si debbano possedere almeno due dei tre requisiti alternativi richiamati dall'art. 25, comma 2, lett. h), d.l. 18 ottobre 2012, n. 179, ma con delle soglie inferiori rispetto a quanto previsto per queste ultime. Le piccole e medie imprese innovative sono pertanto da intendersi con riferimento alle due definizioni di PMI e di *start up* innovative. Si sottolinea, in aggiunta, come oltre alle piccole e medie imprese innovative anche gli OICR e le società che investono prevalentemente in *start up* innovative sono annoverati dalla legge in questione tra i soggetti a cui è dato accesso alle piattaforme di *equity crowdfunding* in ordine alla negoziazione delle proprie partecipazioni. Si evidenzia, ancora, come sempre nel solco di tali semplificazioni, il decreto MISE, 17 febbraio 2016, in attuazione dell'art. 4, comma 10-*bis*, d.l. 24 gennaio 2015, n. 3, abbia introdotto la possibilità di costituire una *start up* innovativa s.r.l. con firma digitale e con un modello di atto costitutivo e statuto *standard* per mezzo di una procedura *online* – quindi senza necessità di alcun intervento da parte di un notaio – in deroga all'art. 2463 c.c.

gorie di quote, offrirle al pubblico anche attraverso il *crowdfunding*, nonché di acquistare proprie partecipazioni nell'ottica della proposizione di piani di incentivazione¹⁰.

Posto quindi che le PMI rappresentano il maggior numero delle s.r.l. nel nostro Paese, appare evidente come tale disposizione abbia aperto importanti opportunità ad un numero cospicuo di società, con effetti potenzialmente poderosi per l'intero sistema economico¹¹.

In ogni caso, alla luce del d.l. 24 aprile 2017, n. 50, le deroghe previste per le s.r.l. PMI – indipendentemente quindi dall'essere innovative – sono sintetizzabili negli aspetti in seguito enunciati (e già concisamente richiamati con riferimento proprio alle *start up* innovative).

In primis, l'atto costitutivo della piccola e media impresa avente forma di società a responsabilità limitata può creare categorie di quote fornite di diritti diversi e, nei limiti imposti dalla legge, può liberamente determinare il contenuto delle varie categorie anche in deroga a quanto previsto dall'art. 2468, commi 2 e 3, c.c.¹². Prima di dette emissioni dovrà essere modificato

¹⁰ Si veda, al riguardo, CAGNASSO, *Profili organizzativi e disciplina applicabile alle s.r.l. P.M.I.*, in *NDS – Il Nuovo diritto delle Società*, 2018, 11, 168 ss.; CAMPOBASSO, *Il futuro delle società di capitali*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2019, 1, 138 ss. Si sottolinea, inoltre, come alle sole società qualificate come *start up* innovative, incubatori qualificati di *start up* innovative e PMI innovative sia consentito di emettere strumenti finanziari forniti di diritti patrimoniali o anche amministrativi, escluso il voto nelle decisioni dei soci (artt. 25 e 26, d.l. 18 ottobre 2012, n. 179, conv. in legge 17 dicembre 2012, n. 221 e art. 4, d.l. 24 gennaio 2015, n. 3, conv. in legge 24 marzo 2015, n. 33).

¹¹ Per approfondimenti sulle attività svolte e la strutturazione delle PMI in Italia v. COLONNELLO-IANNACCONE-MOLLO-ONZA, *Piccole e medie imprese e finanziamento del progetto imprenditoriale: una ricerca per un nuovo tipo di emittente*, in *Quaderni giuridici Consob*, n. 24, giugno 2022.

¹² L'attribuzione di diritti particolari a singoli soci (in deroga all'art. 2468, comma 3, c.c.) comporta che si potranno prevedere quote privilegiate, ossia dotate di diritti ultraproporzionali o eccedenti quelli spettanti alle rimanenti quote, depotenziate (vale a dire dotate di diritti sottoproporzionali) o, ancora, prive di certe prerogative ordinarie. Si sottolinea, sul punto, come il trasferimento delle quote depotenziate non appaia soggetto a limiti: la quota può circolare liberamente (sempre che non sussistano vincoli statutari al riguardo), e anche a seguito della circolazione non ne sono modificate o perse le prerogative. Ciò non accade, invece, a seguito di circolazione della quota privilegiata: essa è infatti soggetta a limitazioni dirette al singolo socio o all'attivazione di contrappesi, sempre che lo statuto non preveda diversamente. In assenza di diverse disposizioni statutarie, è infatti richiesta l'unanimità dei consensi dei soci, ai sensi dell'art. 2468, comma 4, c.c. in ipotesi si voglia trasferire come quota privilegiata, cioè se si vuole fare conseguire l'attribuzione del medesimo diritto particolare all'acquirente. Se, invece, l'atto costitutivo dovesse prevedere deroghe al disposto dell'art.

lo statuto della PMI, nel quale oltre alle categorie richiamate dovrà essere anche previsto il diritto di recesso dalla società¹³.

Un secondo importante tema è che, in deroga a quanto previsto dall'art. 2468, comma 1, c.c., le quote di partecipazione in piccole e medie imprese costituite in forma di società a responsabilità limitata possono costituire oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari, anche attraverso i portali per la raccolta di capitali.

Infine, merita sottolineare che nelle piccole e medie imprese costituite in forma di società a responsabilità limitata, il divieto di operazioni sulle proprie partecipazioni stabilito dall'art. 2474 c.c. non trova applicazione qualora l'operazione sia compiuta in attuazione di piani di incentivazione che prevedano l'assegnazione di quote di partecipazione a dipendenti, collaboratori o componenti dell'organo amministrativo¹⁴.

Trattasi di aspetti importantissimi, tra cui si evidenzia soprattutto la possibilità concessa alla s.r.l.-PMI di offrire al pubblico le proprie quote – per il

2468, comma 4, c.c., il medesimo dovrebbe consentire l'automatica attribuzione a ciascuno degli altri soci del diritto di recesso. Sul tema v., CIAN, *S.r.l. PMI, s.r.l., s.p.a.: schemi argomentativi per una ricostruzione del sistema*, in *Riv. soc.*, 2018, 4, 823 ss.; PALMIERI, *Principio di proporzionalità, diritti particolari dei soci e autonomia statutaria nella s.r.l.*, in *Riv. soc.*, 2012, 877 ss. Con particolare riferimento all'art. 2468 c.c. v. CAVANNA, *Partecipazione e "diritti particolari" dei soci*, in *Le nuove s.r.l.*, diretto da Sarale, Bologna, 2008, 157 ss.; BIANCHI-FELLER, *Art. 2468*, in *Società a responsabilità limitata*, a cura di Bianchi, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari, Milano, 2008, 335 ss. Si anticipa, in ogni caso, quanto meglio si specificherà *infra* al cap. IV, § 1, ovvero che in ipotesi di s.r.l. che abbiano nel proprio statuto clausole di mero gradimento (ma analogo discorso vale, ovviamente, anche per le s.p.a.) non sarà possibile accedere al mercato dei capitali (e quindi anche al mercato non regolamentato EGM), poiché dette clausole sono tali da incidere sul trasferimento delle medesime partecipazioni sociali. Dette limitazioni non sembrano sussistere, invece, nel caso di società che abbiano nel loro statuto clausole di non mero gradimento o prelazione, a condizione che Borsa Italiana non le valuti negativamente (poiché in grado di turbare il mercato).

¹³ A parere di chi scrive, la previsione nell'atto costitutivo della s.r.l. delle diverse categorie di quote richiede il consenso di tutti i soci [cfr. SPERANZIN, *S.r.l. piccole-medie imprese tra autonomia statutaria e ibridazione dei tipi (con particolare riferimento alle partecipazioni prive del diritto di voto)*, in *Riv. soc.*, 2018, 354], mentre la successiva modificazione dei diritti delle categorie di quote dovrebbe richiedere la preventiva deliberazione dell'assemblea speciale di categoria, di fatto ammettendo l'applicabilità dell'art. 2376 c.c. alla s.r.l. (al riguardo, v. BUSI, *Applicabili nelle s.r.l. molte norme delle s.p.a.: le regole nei nuovi atti costitutivi*, in *Società e Contratti, Bilancio e Revisione*, 2018, 6, 14).

¹⁴ Sul punto v. MALTONI, *Le operazioni sulle proprie partecipazioni nelle s.r.l.-P.M.I.*, in *Riv. dir. soc.*, 2019, 3, 605 ss.

tramite dei portali di *crowdfunding* – come prodotti finanziari¹⁵. È stata altresì permessa, anche alle s.r.l. PMI, l'emissione di categorie di quote plurime fornite di ampi e diversi diritti, nonché con contenuto liberamente determinabile, anche in deroga a quanto previsto dall'art. 2468, comma 2 e 3, c.c.

La locuzione prodotti finanziari, richiamata all'art. 26, comma 5, d.l. 18 ottobre 2012, n. 179, è peraltro da intendersi solo con riferimento a dette categorie di quote, non dovendosi invece estendere ad altri titoli o strumenti finanziari preclusi alle s.r.l.¹⁶. Ovviamente, in ipotesi di offerta al pubblico delle partecipazioni sociali dovranno essere previsti una serie di presidi volti a tutelare, quanto più possibile, gli investitori¹⁷.

Gli interventi richiamati sembrano peraltro in grado, almeno in parte, di modificare la stessa essenza delle s.r.l., avvicinandone il modello proprio a quello delle società per azioni. Il legislatore, infatti, pur tenendo conto che la disciplina propria delle s.r.l. di diritto comune si fonda sul presupposto del carattere chiuso della compagine sociale, consente – in caso di offerte di quote fornite di diritti diversi – di addivenire ad una società aperta; viene pertanto consentito di derogare a regole che in un contesto chiuso appaiono inderogabili¹⁸.

¹⁵ In deroga, appunto, all'art. 2468, comma 1, c.c. Nello specifico, ai sensi dell'art. 100-ter, comma 1, T.U.F. attualmente in vigore «*in deroga a quanto previsto dall'articolo 2468, primo comma, del codice civile, le quote di partecipazione in società a responsabilità limitata possono costituire oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari, anche attraverso le piattaforme di crowdfunding, nei limiti previsti dal regolamento (UE) 2020/1503*».

¹⁶ Sul tema v., fra gli altri, CORSO, *Le s.r.l. "aperte" al mercato tra governance societaria e diritti dei soci investitori*, Milano, 2021, 11 ss.; GUIZZARDI, *L'accesso al capitale di rischio delle società innovative a responsabilità limitata*, Milano, 2022, 5 ss.; SPOLAORE, *S.R.L. e offerta al "pubblico" di partecipazioni sociali*, Milano, 2022, 31 ss.

¹⁷ Come è stato osservato, per le s.r.l. PMI «*a livello di regole societarie manca una piena consapevolezza delle caratteristiche di tale tipologia di emittenti, i quali, sebbene non pongano al momento esigenze di tutele degli interessi generali del mercato analoghe a quelle riscontrabili nelle società quotate, tali da legittimare una maggiore imperatività della disciplina, richiedono comunque un'efficace governance societaria e la predisposizione di tutele per gli investitori più vulnerabili. A questo riguardo, si è rilevato come il principio di portata generale scolpito dall'art. 2086 c.c. solleciti in modo particolare le s.r.l. che si rivolgono al mercato attraverso i portali di crowdfunding all'individuazione di un congruo assetto dei controlli interni*». Così CORSO, *Le s.r.l. «aperte» al mercato tra governance societaria e diritti dei soci investitori*, cit., 259.

¹⁸ Sulla s.r.l. aperta cfr. ABRIANI, *Quote, categorie di quote e strumenti finanziari delle s.r.l. PMI: possibilità di razionalizzazione del sistema?*, in *Società a responsabilità limitata, piccola e media impresa, mercati finanziari: un mondo nuovo?*, Atti del Convegno Cour-