



Dipartimento di Scienze Economiche e Aziendali
Corso di Laurea magistrale in Economia e
Legislazione d'Impresa: Governance, Controllo
e Revisione

Evoluzione nel tempo della società a responsabilità
limitata: La possibilità di accedere al pubblico
risparmio

Relatore:

Chiar.ma: Prof.ssa Maria Sofia Houben

Tesi di laurea
di Giorgio Cirullo
Matr. 527713

Anno Accademico 2023-2024

INTRODUZIONE

L'obiettivo di questa tesi è analizzare come, a seguito di numerosi decreti legislativi, le società a responsabilità limitata (SRL) possano accedere al pubblico risparmio.

Per raggiungere questo scopo, si esamineranno le evoluzioni storiche delle SRL e delle società di capitali in generale, evidenziando le principali differenze tra società per azioni (SPA) e SRL, e soprattutto analizzando le caratteristiche del mercato mobiliare.

Inizialmente, una delle principali differenze tra SRL e SPA riguardava la possibilità, riservata alle SPA, di accedere al pubblico risparmio, mentre le SRL erano considerate società chiuse, adatte a una base partecipativa ristretta.

Questo scenario ha cominciato a cambiare con il Decreto Legislativo n. 179 del 2012, che ha introdotto la possibilità di derogare alcune caratteristiche tipiche delle SRL, avvicinandole alla disciplina delle società di capitali.

Inizialmente, tali deroghe erano consentite solo alle start-up innovative, società con caratteristiche specifiche. Successivamente, con l'articolo numero 59 del decreto legislativo n. 50 del 2017, queste deroghe sono state estese a tutte le SRL di piccole e medie dimensioni (PMI).

Uno degli aspetti principali di queste *deroghe* era la possibilità per le SRL di accedere al pubblico risparmio tramite piattaforme specifiche, conosciute come piattaforme di equity crowdfunding. Tuttavia, come possono le SRL, che sono suddivise in quote con carattere personalistico, accedere al pubblico risparmio? Come possono essere vendute quote con diritti diversi e non standardizzati sul mercato? Per risolvere questo problema, il decreto ha consentito dapprima alle start-up innovative e poi a tutte le SRL PMI di standardizzare le proprie quote,

avvicinando la loro disciplina a quella delle azioni e facilitandone la vendita sul mercato.

Successivamente, il 1° giugno 2023, un altro decreto ha modificato l'articolo 100-ter del Testo Unico della Finanza, stabilendo che tutte le SRL possono accedere all'equity crowdfunding.

Questo ha sollevato nuove problematiche: se tutte le SRL possono accedere all'equity crowdfunding, ma solo le SRL PMI possono creare categorie di quote come stabilito dai decreti del 2012-2017, come possono le SRL non PMI accedere al pubblico risparmio?

Questo aspetto avrebbe dovuto essere chiarito dalla Legge Capitali del 2024, che però non ha risolto la questione, limitandosi a stabilire che le SRL che possono creare categorie di quote possono emetterle in forma dematerializzata, riferendosi solo alle SRL PMI.

Nel frattempo, per permettere alle SRL di accedere al pubblico risparmio, è stato modificato l'articolo 2468, che ora stabilisce che le quote possono essere offerte al pubblico anche tramite crowdfunding. Ma perché questo "anche"?

L'obiettivo di questa tesi è inoltre esplorare se esista la possibilità per le SRL PMI di accedere a sistemi multilaterali di negoziazione, alla luce delle numerose modifiche alla loro disciplina e considerando le loro caratteristiche specifiche.

INDICE

INTRODUZIONE	2
--------------------	---

CAPITOLO I	7
------------------	---

IL MERCATO MOBILIARE

1.1 Problemi nella raccolta delle risorse finanziarie:

l'intermediazione bancaria e il mercato dei capitali.....	7
---	---

1.2 Le sedi e le operazioni di mercato	12
--	----

1.3 Dalle borse valori alle trading venues	14
--	----

1.4 I mercati regolamentati	18
-----------------------------------	----

1.5 Quotazioni e ammissioni alle negoziazioni nei mercati

regolamentati	26
---------------------	----

1.6 Le trading venues alternative ai mercati regolamentati: Le

ragioni di base.....	30
----------------------	----

1.7 I sistemi multilaterali di negoziazione.....	32
--	----

1.8 Sistemi organizzati di negoziazione.....	37
--	----

CAPITOLO II.....	40
------------------	----

LA DISCIPLINA DELLE SOCIETA' DI CAPITALI NEL CODICE CIVILE DEL 1942 E LA RIFORMA DEL 2003

2.1 La disciplina delle società di capitali nel Codice civile del 1942..	40
--	----

2.2 La riforma del 2003/D.Lgs 6/2003	43
--	----

2.3 Struttura e organizzazione interna delle società di capitali.....	47
---	----

2.4 Possibilità di ricorrere al pubblico risparmio	55
--	----

CAPITOLO III.....	58
-------------------	----

GLI STATUTI SPECIALI PER START UP – PMI

3.1 I Decreti sviluppo	58
3.2 Società a responsabilità limitata semplificate e a capitale ridotto	60
3.3 Start up innovative.....	63
3.4 Piccole medie imprese innovative.....	76
3.5 Espansione finale del regime a tutte le piccole medie imprese	78
CAPITOLO IV	80
IL CROWFUNDING	
4.1 Le principali tipologie di crowdfunding	81
4.2 Il Contesto Normativo: Dal Quadro Nazionale al Regolamento Europeo	84
4.3 Il Mercato del Risparmio e le Esenzioni Normative.....	86
4.4 L'Equity Crowdfunding in Italia: Evoluzione e Criticità.....	87
4.5 Condizioni e Obblighi per l'Offerta Tramite Portali di Crowdfunding.....	90
4.6 Disciplina di Riferimento e Requisiti per gli Intermediari.....	91
CAPITOLO CONCLUSIVO	94
EVOLUZIONE NORMATIVA DELLE SOCIETA' A RESPONSABILITA' LIMITATA E IMPLICAZIONI PER IL CONTESTO ECONOMICO ITALIANO	
1 Introduzione all'evoluzione normativa	94
2 Ruolo dell'articolo 100 ter TUF	95
3 Ambiguità Interpretative e Criticità dell'Articolo 100-ter	96

4 Diverse Interpretazioni e la Spinta verso l'Uniformazione	
Normativa	99
5 La "Legge Capitali" e l'Innovazione nelle S.r.l.	102
CONCLUSIONI	106
BIBLIOGRAFIA	110
SITOGRAFIA	112

CAPITOLO I

IL MERCATO MOBILIARE

1.1 Problemi nella raccolta delle risorse finanziarie: l'intermediazione bancaria e il mercato dei capitali

Il sistema finanziario consente il trasferimento di risorse monetarie tra chi risparmia e può concedere in prestito il proprio denaro (cosiddette *unità in surplus*) e chi necessita di risorse monetarie per finanziare la propria attività (cosiddette *unità in deficit*).

Attraverso il sistema finanziario si realizza un' **efficiente allocazione delle risorse monetarie** trasformando i risparmi in investimenti più produttivi e ricavarne un guadagno; così facendo il sistema finanziario promuove la crescita economica e lo sviluppo.

Il sistema finanziario adempie alla propria funzione attraverso tre componenti:

1. **il denaro e gli strumenti finanziari** (= i mezzi attraverso cui si realizzano le operazioni all'interno del sistema finanziario): materialmente, attraverso il trasferimento delle risorse finanziarie, si riceve in cambio uno strumento finanziario (come azioni o obbligazioni) rappresentativo di quell'investimento;
2. **le istituzioni finanziarie** (= gli enti che svolgono l'attività delle funzioni finanziarie): favoriscono l'incontro tra chi vuole investire e chi ha bisogno delle risorse. Queste istituzioni vengono ricondotte alle banche, viste come il soggetto che svolge attività bancaria di raccolta del risparmio ed erogazione del credito, e agli intermediari finanziari, soggetto che attraverso la propria attività mette in contratto i soggetti interessati all'investimento.

Spesso, le banche svolgono entrambe le funzioni ma è importante distinguere le funzioni dei due soggetti;

3. i **mercati finanziari** (= le istituzioni in cui può avvenire la creazione, la vendita e il trasferimento di strumenti finanziari): favoriscono lo scambio degli strumenti finanziari che rappresentano gli investimenti. Il mercato finanziario va pensato come un luogo in cui chi è interessato a comprare e vendere si riunisce per realizzare uno scambio.

Teoricamente, il trasferimento delle risorse monetarie potrebbe avvenire direttamente tra *unità in surplus* e *unità in deficit*, senza alcuna intermediazione, come nel caso di un soggetto che ha bisogno di un prestito per acquistare un'automobile e riceve il denaro da un familiare, il quale si fida che i soldi verranno restituiti (viene esclusa l'eventualità in cui vi sia un regalo).

Nella pratica, tre rilevanti **ostacoli** rendono più difficile un trasferimento diretto:

- 1) *Costi transattivi* (= costi per la ricerca della controparte, per la redazione del contratto, per il monitoraggio della relazione negoziale), magari questi costi sono così elevati da dover uscire dal mercato.
- 2) *Asimmetrie informative* e relative conseguenze (= azzardo morale in termini di rischi elevati; selezione avversa).

Quando un'impresa si rivolge a determinati soggetti per chiedere del denaro dovrà fornire le informazioni necessarie alla controparte per accordare il prestito. Il finanziatore, tuttavia, potrebbe non fidarsi completamente e quindi imporrà tassi d'interesse molto elevati per coprirsi dal rischio che le informazioni ricevute siano incomplete o addirittura false.

- 3) *Differenze/Asimmetria nelle preferenze e nelle scadenze tra unità in surplus e unità in deficit* (= le prime preferiscono investimenti a basso rischio e a breve termine; le seconde preferiscono investimenti ad alto

rischio e a lungo termine). La presenza delle istituzioni finanziarie permette di gestire tali problemi.

Possibili soluzioni: l'intermediazione bancaria e il ruolo dei mercati di capitali

L'intermediazione bancaria: come la banca risolve gli ostacoli alla raccolta delle risorse finanziarie?

Il problema delle asimmetrie informative viene risolto in tronco perché la banca, come intermediario forte, attua una separazione dei contratti; cioè al soggetto che stipula un contratto di deposito per un conto corrente non interessa a chi verranno prestati i soldi e cosa ne faranno, sarà compito della banca, date le regolamentazioni e la propria specializzazione.

Il problema dei costi transattivi viene risolto attraverso delle economie di scala (contratti standardizzati, professionalità e presenza delle filiali sul territorio), dei contratti standard e tramite l'attività professionale della banca nella raccolta del risparmio e nell'erogazione del credito.

I costi di ricerca della controparte vengono abbattuti poiché sia le unità in deficit che quelle in surplus si rivolgono direttamente alla banca per la redazione dei rispettivi contratti.

Le banche gestiscono le differenze nelle preferenze e nelle scadenze prendendo denaro in prestito a breve termine e prestandolo a lungo termine (cd. *trasformazione dei rischi e delle scadenze*); questo, evidentemente, pone in capo alla banca un **rischio di stabilità**, poiché potrebbe essere chiamata a restituire immediatamente ai depositanti, mentre non può chiedere ai creditori la restituzione dei capitali prestati a lungo periodo.

Su questo rischio interviene la *socializzazione del costo di instabilità* e per questo la banca è tenuta a costituire delle riserve a capitale per farci fronte. L'intermediazione bancaria ha un ruolo primario in Italia per quanto riguarda la

raccolta di capitali visto il fatto che la grande maggioranza delle imprese italiane sono a conduzione familiare, con azionariato ristretto e tendenzialmente chiuse.

Il ruolo del mercato dei capitali

Il mercato di capitali permette il flusso diretto di risorse monetarie tra unità in surplus e unità in deficit, con il vantaggio di un costo di finanziamento più basso che favorirà lo sviluppo dell'attività economica dell'impresa.

I costi transattivi, le asimmetrie informative e le differenze nelle preferenze e nelle scadenze, togliendo l'intermediazione bancaria, sono gestiti diversamente:

- le società di investimento e di raccolta del risparmio organizzano le operazioni in modo più economico grazie alle loro economie di scala e alla loro specializzazione.
Gli intermediari finanziari abbattano i costi di ricerca della controparte e i costi di negoziazione tramite la loro attività professionale di intermediazione debole, agevolando il collocamento degli strumenti finanziari emessi dalla società (azioni, obbligazioni) tra il pubblico di risparmiatori o altri investitori professionali.
- il mercato secondario, spesso regolamentato (le vecchie borse valori), fornisce liquidità (verificare che sia adeguata domanda e offerta), consentendo in tal modo la diversificazione e la comunicazione delle informazioni e risolvendo il problema delle preferenze nelle scadenze. Un soggetto che sottoscrive delle obbligazioni con scadenza a dieci anni, grazie all'infrastruttura dei mercati secondari, può decidere di vendere la propria obbligazione anche prima del termine e ottenere una liquidazione immediata per le obbligazioni (sia accresciuto, che diminuito).

- il problema delle asimmetrie informative viene risolto grazie al capitale reputazionale degli intermediari finanziari, i quali hanno le professionalità per analizzare le informazioni che le imprese sono tenute a dare per accedere al mercato, formando così le prime negoziazioni su cui si basa il prezzo dello strumento finanziario, e garantendo sulla qualità di quest'ultimo.

Se un intermediario finanziario colloca uno strumento ad un determinato prezzo che poi non si rivela corretto, allora ne andrà della sua credibilità e attendibilità, oltre al fatto che sarà probabilmente soggetto a sanzioni se ha mancato di diligenza nel verificare le informazioni ricevute (MIFID quale regolamentazione a riguardo).

In base alle caratteristiche di ciascuna impresa avremo più un finanziamento bancario o un finanziamento di mercato e, conseguentemente, l'impresa sarà soggetta alla determinata regolamentazione per poter rispondere alle esigenze di finanziamento; particolare attenzione verrà data ai sistemi di governance come il collegio sindacale, sinonimo di garanzia.

Chiaramente una società che si finanzia esclusivamente tramite il mercato bancario non avrà quegli oneri informativi nei confronti del mercato che invece dovranno essere sostenuti da una società quotata che si finanzia direttamente sul mercato.

La **regolamentazione** incrementa la trasparenza e consente di gestire i cosiddetti *agency problem* (in particolare quando gli strumenti finanziari sono costituiti da capitale di rischio).

Il fatto che un'impresa quotata debba necessariamente dare delle informazioni chiare, veritiere e corrette tramite il **prospetto informativo** agevola l'impresa stessa poiché, tramite il controllo dell'autorità competente, vengono fugati tutti i dubbi sulla chiarezza, la verità e la correttezza delle informazioni fornite ai possibili investitori.

L'informazione obbligatoria agevola l'impresa sana a raccogliere risorse ad un prezzo più giusto. L'impresa più piccola e chiusa non dovrà sostenere quei costi ma riuscirà a fornire le stesse garanzie grazie all'intermediazione della banca.

1.2 Le sedi e le operazioni di mercato

Come già accennato in precedenza il mercato finanziario, considerato in senso stretto, costituisce un componente essenziale del sistema di finanziamento per le imprese e altri emittenti, inclusi gli Stati sovrani e gli enti pubblici. Questa espressione, o il termine equivalente di **mercato mobiliare**, si riferisce all'insieme delle dinamiche e delle strutture che facilitano l'incontro tra chi desidera investire in prodotti o strumenti finanziari e chi li offre, tramite intermediari, da parte degli emittenti o dei titolari.

Utilizzando il mercato mobiliare, le imprese e altri soggetti possono periodicamente soddisfare la loro necessità di liquidità, evitando di ricorrere al credito bancario, sfruttando l'interesse degli investitori, come risparmiatori e altri soggetti, a impiegare il loro surplus di risorse nel contesto produttivo, ricevendo in cambio titoli che rappresentano il capitale investito e conferiscono diritti di credito o partecipativi verso gli stessi emittenti.

Per soddisfare l'esigenza di assicurare una fonte stabile di finanziamento per le imprese e altri soggetti, è particolarmente importante che, in un determinato contesto spazio-temporale, si sviluppi una significativa circolazione degli strumenti finanziari già emessi. Questo porta alla creazione di quello che è comunemente chiamato **mercato secondario**, poiché riguarda la compravendita di titoli di "seconda mano" che attribuiscono diritti verso l'emittente.

Quando esiste e si sviluppa concretamente un mercato finanziario con continui scambi tra la domanda di investimenti in valori mobiliari e l'offerta corrispondente,

e tale mercato è percepito come efficace (cioè, gli operatori possono ragionevolmente aspettarsi di ricavare profitti quando ci sono le condizioni sostanziali), diventa possibile soddisfare l'aspettativa naturale degli investitori di poter disinvestire rapidamente, prima della scadenza finale dell'investimento.

Più facile è disinvestire, più ci saranno persone disposte a investire: questo aumenta significativamente la propensione dei privati all'investimento e, di conseguenza, la possibilità che il risparmio pubblico venga destinato a tali investimenti.

Questa maggiore inclinazione dei risparmiatori a investire rafforza anche il cosiddetto **mercato primario**, ossia la domanda di strumenti finanziari di nuova emissione. In questo contesto, le imprese hanno maggiori opportunità di raccogliere capitali aggiuntivi rispetto a quelli già disponibili, poiché possono collocare nuovi strumenti finanziari rispondendo alla diffusa domanda di prodotti analoghi.

In altre parole, *il mercato secondario, permettendo un continuo ricambio di investitori e finanziatori, facilita l'afflusso di risparmi nel sistema produttivo, alimentando così il mercato primario*, ovvero l'acquisizione di nuovi fondi per le imprese, garantendo loro sia la sopravvivenza che la crescita.

È evidente l'importanza, in un contesto basato sull'economia di mercato come quello europeo, di stabilire e regolamentare i mercati finanziari per *favorire l'incontro tra domanda e offerta di investimenti* nelle imprese. La regolamentazione adeguata di tali strutture facilita la canalizzazione del risparmio verso le imprese, creando un circuito in cui le risorse liquide destinate alla produzione vengono continuamente sostituite con nuove, permettendo un costante ricambio degli investitori. Questo è essenziale per le imprese che mirano a una lunga durata nel tempo.

Fino a tempi recenti, il diritto del mercato mobiliare si è principalmente concentrato sulla regolamentazione delle **borse valori**, le uniche strutture esistenti

per l'incontro tra domanda e offerta e per le operazioni caratteristiche del loro funzionamento. Tuttavia, negli ultimi anni, le spinte verso lo sviluppo del mercato finanziario in senso ampio hanno portato a un ampliamento e una diversificazione di queste strutture tradizionali, con l'emergere di nuove piattaforme di negoziazione.

Parallelamente, si è assistito a un aumento della sollecitazione agli investimenti nel mercato primario, anche al di fuori delle borse valori.

Questa evoluzione ha creato un mercato dei capitali più ampio ma anche più frammentato, che ha generato nuove esigenze di trasparenza e ha aumentato la **domanda di protezione per i privati**, spingendo verso un adeguamento normativo. È questo il quadro giuridico-finanziario attuale che definisce il diritto commerciale finanziario e che è essenziale considerare per valutarne le prospettive positive.

Il legislatore si trova quindi a gestire una missione complessa: riconoscere ai mercati il ruolo di motore dell'economia, proteggendo allo stesso tempo il risparmio popolare e favorendo la sua canalizzazione verso l'attività produttiva, in conformità con le normative dell'Unione Europea e l'articolo 47 della Costituzione, che promuove l'accesso diretto e indiretto degli investimenti azionari nei grandi complessi produttivi nazionali.

1.3 Dalle borse valori alle trading venues

Come già menzionato, la regolamentazione del mercato mobiliare ha avuto origine e si è sviluppata per secoli focalizzandosi esclusivamente sulle strutture storicamente create nella prassi commerciale per facilitare l'incontro tra venditori

e acquirenti di titoli, ossia le **borse valori**. Questi organismi hanno iniziato a diffondersi nelle principali piazze europee e mondiali a partire dal tardo medioevo.

La presenza simultanea di interessi pubblici e privati nelle borse valori ha portato allo sviluppo di **due modelli normativi distinti** nei vari ordinamenti in cui esse si sono affermate.

Nei Paesi anglosassoni, coerentemente con l'approccio liberista dei loro sistemi economici, i mercati finanziari sono stati prevalentemente considerati come *organizzazioni private*, lasciate all'autonoma gestione degli operatori.

In altri contesti, più favorevoli all'intervento pubblico nell'economia, l'importanza dei mercati finanziari come motori economici ha portato a un maggiore coinvolgimento delle *autorità pubbliche* nella loro formazione e gestione, con regolamentazioni basate sul diritto amministrativo.

Questo è stato storicamente il caso dell'Italia, dove fino a pochi decenni fa, la regolamentazione dei mercati finanziari era governata da una legge ¹(n. 272/1913) che, trattava le borse valori come organismi afferenti alle Camere di commercio, istituite per decreto. L'organizzazione e il funzionamento delle borse erano considerati un **servizio pubblico**, svolto da questi enti, con il riconoscimento del ruolo significativo degli agenti di cambio. Questi ultimi non solo utilizzavano il servizio, ma erano anche considerati pubblici ufficiali, responsabili, attraverso la loro associazione, della realizzazione di operazioni importanti come la formazione delle quotazioni.

Questo sistema è rimasto in vigore in Italia, con poche modifiche per gran parte del XX secolo. Nel 1996, nel contesto del processo di privatizzazione del settore finanziario provocato dal recepimento delle direttive sull'armonizzazione dei sistemi finanziari e la liberalizzazione dei servizi di investimento, si è verificata una rivoluzione. Con il mutuo riconoscimento dei soggetti finanziari, prima con il

¹ Legge 20 marzo 1913, n. 272: Ordinamento delle Borse di commercio, l'esercizio della mediazione e le tasse sui contratti di Borsa. (Pubblicata nella G.U. n. 87 del 14 aprile 1913)

d.lgs. 2415/1996 (decreto Eurosim) e poi con il TUF, i mercati sono stati affidati a **"gestori" costituiti come società per azioni.**

Le borse sono state convertite in tali forme, diventando organismi privati (espressamente definiti come "imprese") soggetti alla logica di mercato, pur rimanendo sotto un rigoroso controllo delle Autorità.

Le "borse" hanno così cessato di rappresentare il nome comune di fattispecie normative, mutando la denominazione tipica di queste in quella di "mercati regolamentati", ossia "sistemi", la cui istituzione e gestione generale non è più di competenza diretta di enti pubblici come le Camere di commercio o la Consob, ma frutto della libera iniziativa di privati, che devono rispondere a requisiti prefissati e sono *soggetti al controllo dell'autorità di vigilanza.*

Parallelamente, ogni attività strumentale e fondamentale per il funzionamento degli scambi, come la liquidazione e il regolamento delle transazioni, viene anch'essa lasciata al libero gioco delle forze di mercato, seppure guidato dalla preventiva definizione di presupposti e requisiti.

Con l'avvento del nuovo millennio, un'ulteriore significativa tappa nell'evoluzione normativa dei mercati mobiliari è stata raggiunta con l'implementazione delle direttive **MiFID I**³, **MIFID II**⁴ e **MIFIR**⁵. Questi cambiamenti hanno principalmente influenzato il rapporto tra le discipline dei vari sistemi di negoziazione.

Un aspetto centrale di questa riforma è *stata l'abolizione del principio di concentrazione degli scambi su titoli quotati*, che obbligava gli operatori a

² Decreto legislativo 23 luglio 1996, numero 415, Gazzettaufficiale.it,

³ DIRETTIVA 2004/39/CE DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 21 aprile 2004

⁴ Direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014, relativa ai mercati degli strumenti finanziari

⁵ Regolamento (UE) n. 600/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014, sui mercati degli strumenti finanziari

effettuare negoziazioni unicamente nei mercati regolamentati di relativa quotazione.

Dalla MiFID I in poi, è stata introdotta la possibilità di utilizzare *altre "sedi di negoziazione"* (o trading venues, secondo la terminologia inglese ormai di uso comune), che sono definiti dalla legge come "sistemi multilaterali di negoziazione" (MTF: Multilateral Trading Facilities) e "internalizzatori sistematici" (SI: Systematic Internalisers), soggetti a norme meno rigorose rispetto ai mercati regolamentati.

Questi nuovi sistemi sono diventati competitori dei mercati regolamentati, ma la loro gestione è considerata parte dei servizi di investimento. Di conseguenza, la gestione di tali sistemi, dietro autorizzazione, è esercitabile dagli intermediari finanziari, delineando così un'attività distinta da quella di negoziazione per conto proprio, che in precedenza costituiva una parte fondamentale dell'attività dei gestori dei "sistemi di scambi organizzati".

MiFID II, con i relativi provvedimenti interni di attuazione, ha ulteriormente perfezionato questo sistema normativo. A causa della frammentazione dei mercati avvenuta in seguito alle scelte di MiFID I, **la normativa sulla trasparenza** delle negoziazioni (sia pre-trade che post-trade) è stata significativamente incrementata ed estesa anche alle altre trading venues. Questo per garantire agli operatori la completezza delle informazioni sugli scambi effettuati, assicurando l'effettività e l'affidabilità delle quotazioni.

Per ridurre il ricorso a strutture di negoziazione non trasparenti (dark trade), potenzialmente dannose per la correttezza delle quotazioni ufficiali, è stata introdotta una nuova forma di trading venue, l'Organized Trading Facility (OTF). La gestione di OTF è considerata un servizio di investimento, con una discrezionalità gestionale che non è presente nelle altre sedi. Inoltre, sono state adottate varie misure per garantire che una larga parte degli scambi avvenga all'interno delle nuove trading venues regolamentate, riscoprendo parzialmente la

regola di concentrazione degli scambi. Infine, **sono state introdotte norme per favorire il ricorso ai mercati da parte delle PMI** e regolamentate nuove modalità operative di negoziazione, come la negoziazione algoritmica, derivata dalle più moderne tecnologie.

1.4 I mercati regolamentati

Ai sensi dell'art. 1 lett. w-ter del TUF⁶, si definisce mercato regolamentato un *"sistema multilaterale amministrato e/o gestito da un gestore del mercato, che consente o facilita l'incontro, al suo interno e in base a regole non discrezionali, di molteplici interessi di acquisto e vendita di terzi relativi a strumenti finanziari, dando luogo a contratti relativi a strumenti finanziari ammessi alla negoziazione conformemente alle sue regole e/o ai suoi sistemi"*.

La norma, come previsto ⁷nell'art. 4, n. 21, dir. 65/2014, precisa inoltre che un mercato regolamentato è tale quando il sistema *"è autorizzato e opera regolarmente e conformemente alla parte III"* del TUF, dedicata alla "Disciplina dei Mercati". Questa definizione complessa contiene tutti gli elementi essenziali che caratterizzano i mercati regolamentati in funzione della loro operatività: elementi che vengono ulteriormente dettagliati nel TUF e nei regolamenti attuativi, primo tra tutti la delibera ⁸Consob del 28 dicembre 2017, n. 20249, noto come Reg. Mercati.

⁶ Articolo 1 Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (TUF) (D.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58), Brocardi.it

⁷ DIRETTIVA 2014/65/UE DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 15 maggio 2014 relativa ai mercati degli strumenti finanziari e che modifica la direttiva 2002/92/CE e la direttiva 2011/61/UE

⁸ Regolamento recante norme di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 in materia di mercati (Adottato con dalla Consob con delibera n. 20249 del 28 dicembre 2017)

Anzitutto, si tratta necessariamente di sistemi multilaterali, ossia strutture in cui confluiscono molteplici parti distinte, ciascuna portatrice di interessi di acquisto o vendita di strumenti finanziari, il cui incontro è programmato.

In questo modo, si assegna positivamente al mercato regolamentato, la tipica "missione" storica delle borse: realizzare la liquidità degli investimenti nell'impresa attraverso l'attrazione simultanea di una pluralità di operatori specializzati (in passato gli agenti di cambio, oggi i nuovi intermediari).

Ogni struttura progettata per essere sede di contratti finanziari può assumere la definizione legale di "mercato regolamentato" (così come le altre tipiche trading venues) solo se in grado di produrre una **costante movimentazione dei titoli negoziati**.

Questo è essenziale perché tale dinamica crea fiducia negli operatori nella reale possibilità di disinvestire in tempi adeguati, attirando conseguentemente il risparmio. Da questo punto di vista, si potrebbe dire, ricorrendo a una metafora, che i mercati regolamentati (e più in generale tutto il sistema delle trading venues, con le differenze che verranno indicate) devono essere come *“pentole in continua ebollizione”*⁹: altrimenti, rischiano di perdere quella "temperatura" necessaria per mantenere liquide le risorse immesse e destinate a fluire negli ingranaggi della produzione d'impresa ogni volta che questa decida di attingervi.

Nel precisare ulteriormente che il mercato regolamentato è "amministrato e/o gestito da un gestore del mercato", il legislatore sottolinea, in linea con le direttive europee, la scelta **di affidare questi sistemi a enti privati organizzati** come società per azioni, soggetti quindi alla competizione di mercato.

La creazione e la gestione di un mercato regolamentato rappresentano un'attività destinata a offrire l'infrastruttura e le procedure necessarie per le operazioni di

⁹ Manuale di diritto commerciale a cura di Marco Cian, volume IV diritto del sistema finanziario edizione 2023/2024

mercato agli operatori, stimolando l'efficienza nella liquidità degli strumenti finanziari attraverso costi contenuti e un servizio di alta qualità.

Questa attività, come definita dall'articolo ¹⁰64 del TUF “*comprende l'istituzione iniziale e l'organizzazione del mercato, l'amministrazione della struttura e la gestione pratica del sistema, che include la conduzione delle negoziazioni e la pubblicazione delle relative quotazioni.*”

È importante notare che la disposizione che stabilisce che l'incontro degli interessi multilaterali nei mercati regolamentati avvenga secondo regole non discrezionali, differenzia queste sedi da altre tipiche venues di negoziazione come gli OTF, e condivide con gli MTF il requisito che **il gestore del mercato non possa influenzare l'esecuzione dei contratti sugli strumenti finanziari negoziati.**

In un mercato regolamentato, così come in un sistema multilaterale di negoziazioni, l'incontro tra ordini di acquisto e di vendita avviene automaticamente attraverso dispositivi e procedure predefiniti.

Tale complessa attività, essendo affidata a soggetti privati, è guidata dal principio di autonomia: i mercati regolamentati, come tutte le sedi di negoziazione, sono governati da regole che non vengono imposte dall'alto, ma sono formulate dai relativi gestori. Tuttavia, considerato l'interesse pubblico che riguarda tale attività, è espressamente prevista la sottoposizione di questi mercati e dei rispettivi gestori a una rigorosa vigilanza, in particolare al controllo della Consob.

Secondo ¹¹l'art. 62, comma 2 del TUF, “*la Consob verifica che le regole stabilite da ciascuna sede siano idonee a garantire la trasparenza del mercato, il corretto svolgimento delle negoziazioni e la **tutela degli investitori**, con la possibilità per*

¹⁰ Articolo 64 Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (TUF), L'attività di organizzazione e gestione di mercati regolamentati. Brocardi.it

¹¹ Brocardi.it, Articolo 62 Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (TUF), Vigilanza sulle sedi di negoziazione

l'Autorità di richiedere ai gestori delle sedi di negoziazione le modifiche necessarie per eliminare eventuali disfunzioni.”

Queste non sono semplici parole generiche, ma indicazioni precise intese a delineare i limiti e le condizioni dell'iniziativa privata affidata ai gestori.

In particolare, seppur sinteticamente, il riferimento alla trasparenza del mercato implica la necessità di fornire agli operatori informazioni adeguate non solo sulle regole di funzionamento di ogni sede (strumenti ammessi, condizioni di accesso, ecc.), ma anche sugli effettivi interventi nelle sedi di negoziazione, in modo da orientare razionalmente la domanda di localizzazione dell'attività di investimento e permettere una corretta formazione dei prezzi di negoziazione. Il richiamo al corretto svolgimento delle negoziazioni implica l'attenzione all'efficiente organizzazione dell'incontro tra offerte di acquisto e vendita e la successiva esecuzione delle operazioni, prevenendo ogni possibile ostacolo o malfunzionamento del sistema.

Infine, la clausola di salvaguardia della tutela degli investitori mira a evitare disfunzioni che possano causare abusi o privilegi per alcuni intermediari o investitori, minando la fiducia dei risparmiatori.

Per l'effettiva realizzazione di tali principi, gli articoli 65¹², 65-bis¹³ e 65-ter¹⁴ del TUF delineano una serie di **requisiti organizzativi per le sedi di negoziazione**, i quali devono essere riflessi nelle relative regole.

L'osservanza di tali requisiti è necessaria per l'esercizio dell'attività di gestione delle sedi. Inoltre, i gestori delle sedi di negoziazione sono tenuti a rispettare continui obblighi informativi nei confronti della Consob, come dettagliato nel Regolamento Mercati, relativamente al funzionamento dei mercati gestiti. Devono

¹² Articolo 65 TUF Requisiti organizzativi dei mercati regolamentati. Brocardi.it

¹³ Articolo 65 bis TUF Requisiti dei sistemi multilaterali di negoziazione e dei sistemi organizzati di negoziazione, Brocardi.it

¹⁴ Articolo 65 ter TUF Requisiti specifici per i sistemi multilaterali di negoziazione, Brocardi.it

anche fornire informazioni su eventuali ¹⁵"violazioni significative delle regole di mercato, condizioni anormali o disfunzioni del sistema riguardanti uno strumento finanziario", "nonché sui "dati relativi alla qualità dell'esecuzione delle operazioni, inclusi dati su prezzo, costi, velocità e probabilità di esecuzione per singoli strumenti finanziari" (art. 65-septies TUF).

Quanto detto in merito alla sottoposizione al controllo dell'Autorità di vigilanza vale per tutte le sedi di negoziazione. Tuttavia, è importante evidenziare la speciale caratterizzazione del mercato regolamentato, che assume una posizione particolare di **"osservato speciale"**.

Già nella definizione contenuta nell'¹⁶art. 1, lett. w-ter (TUF), è precisato che si può parlare di mercato regolamentato solo quando esso "è autorizzato e funziona regolarmente e conformemente alla parte III".

Questo inciso va valorizzato: il legislatore sottolinea che nel mercato regolamentato la funzione di garantire la liquidità degli strumenti negoziati (consentendo stabilmente l'incontro di offerte di acquisto e vendita) è oggetto di una particolare attenzione, al fine di assicurare che tale finalità si realizzi in termini compatibili con la stabilità del mercato e l'affidabilità dei valori di quotazione.

Si potrebbe dire che tutte le sedi di negoziazione, in particolare *i sistemi multilaterali, sono luoghi di incontro tra investitori caratterizzati da regole severe per proteggere l'integrità del mercato*. Tuttavia, **i mercati regolamentati sono organismi esclusivi, connotati da un sigillo di qualità legalmente imposto**, la cui conformità è vigilata sia al momento della creazione della sede sia in modo continuativo. Questo spiega coerentemente quanto segue.

a) La legge prevede innanzitutto che l'attività di gestione del mercato regolamentato possa essere esercitata solo da un soggetto specifico, il "gestore del

¹⁵ Articolo 65 septies Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, Obblighi informativi e di comunicazione. Brocardi.it

¹⁶ Articolo 1 Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, Definizioni. Brocardi.it

mercato regolamentato" (escludendo quindi SIM, banche, ecc.). Questo gestore deve assumere la forma di società per azioni e può svolgere esclusivamente l'attività di gestione delle sedi di negoziazione (inclusi eventualmente MIF o OTF, oltre ai mercati regolamentati), oltre alle attività connesse individuate dalla Consob nel Regolamento Mercati.

Il TUF, negli articoli 64-bis e 64-ter, stabilisce peculiari requisiti di governance per tale soggetto, che sono in parte più rigorosi rispetto a quelli generalmente applicabili agli intermediari finanziari. Inoltre, ¹⁷l'art. 64, comma 3, afferma solennemente che il gestore del mercato regolamentato *"ha la responsabilità di garantire che il mercato gestito soddisfi, al momento dell'autorizzazione e continuativamente, i requisiti stabiliti dalla presente parte."*

b) È stabilito che l'istituzione di un mercato regolamentato richiede la formulazione di un regolamento del sistema, la cui approvazione è di competenza dell'assemblea ordinaria della società che gestisce il mercato, oppure, se previsto nello statuto, dell'organo di gestione.

I contenuti necessari di tale regolamento sono elencati nell'art. ¹⁸64-quater, comma 4 del TUF, e includono: le condizioni e modalità di ammissione, esclusione e sospensione degli operatori dalle negoziazioni; le condizioni e modalità di ammissione, esclusione e sospensione degli strumenti finanziari dalle quotazioni e negoziazioni; le modalità di svolgimento delle negoziazioni; le modalità di accertamento, pubblicazione e diffusione dei prezzi; i tipi di contratto ammessi e i criteri per la determinazione dei quantitativi minimi di strumenti negoziabili; le condizioni e modalità per la compensazione e il regolamento delle operazioni concluse nel mercato; le modalità di emanazione delle disposizioni di attuazione del regolamento.

¹⁷ Articolo 64 Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, L'attività di organizzazione e gestione di mercati regolamentati Brocardi.it

¹⁸ Articolo 64 quater Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, Autorizzazione dei mercati regolamentati Brocardi.it

c) A differenza di quanto accade per le ordinarie attività di investimento (incluso il servizio di gestione di MTF o OTF), le quali sono soggette a un'unica autorizzazione (seppur richiesta distintamente per ciascuna tipologia di servizio da erogare), ogni mercato regolamentato richiede una specifica autorizzazione. Pertanto, un gestore che intenda attivare più mercati deve richiedere un'autorizzazione distinta per ciascuno di essi. Questa autorizzazione è subordinata all'accertamento che il gestore possieda i requisiti stabiliti, e che il regolamento del mercato sia conforme non solo alle indicazioni dettagliate precedentemente esposte, ma anche alla disciplina dell'UE e ai principi generali di trasparenza, corretto svolgimento delle negoziazioni e tutela degli investitori.

¹⁹L'art. 65 del TUF stabilisce specifici requisiti organizzativi finalizzati a prevenire potenziali difetti nel sistema, garantendo così l'effettivo rispetto dei principi sopra indicati e assicurando la liquidità degli strumenti negoziati e la stabilità del mercato.

In termini concreti, in Italia vi è un numero limitato di mercati regolamentati. In particolare, sei di essi sono gestiti dalla società Borsa Italiana S.p.A. (appartenente al gruppo London Stock Exchange): Euronext Milan (comprendente vari segmenti); MOT (mercato telematico delle obbligazioni); ETFplus (concernente ETF - exchange-traded funds e ETC/ETN - Exchange Traded Commodities/Notes); MIV (dedicato agli investment vehicles); IDEM (per le negoziazioni su derivati). Un ulteriore mercato, articolato in tre segmenti (Cash, Repo e Depo), è gestito da MTS S.p.A.

d) Sebbene molte delle disposizioni menzionate siano state estese dalla Consob, con una scelta di rigore particolarmente elevato (anche superiore a quello imposto dalla direttiva 65/2014 ovvero MIFID II), anche alle altre sedi di negoziazione

¹⁹ Articolo 65 Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, Requisiti organizzativi dei mercati regolamentati. Brocardi.it

tramite il Regolamento Mercati, lo stesso non si può dire per le disposizioni riguardanti *l'ammissione degli strumenti finanziari alla negoziazione*.

Per i mercati regolamentati, infatti, tali disposizioni sono sensibilmente più stringenti rispetto alle altre sedi.

Per garantire l'effettività dei valori di quotazione, ossia la loro rispondenza, per quanto possibile, a dati reali, stabili e completi, ai mercati regolamentati è dedicata una disciplina esclusiva in materia.

Il riferimento centrale è l'art. ²⁰66 del TUF, il quale stabilisce che *“i mercati debbano dotarsi di regole chiare e trasparenti relative, oltre che all'ammissione alle negoziazioni come tutte le altre sedi, anche specificamente concernenti l'ammissione alla quotazione”*. Questo segna una distinzione fondamentale tra le diverse sedi, poiché *solo nei mercati regolamentati* la negoziazione è subordinata alla preventiva sottoposizione degli strumenti a un procedimento di quotazione, che assicura la conformità dei valori di listino a una adeguata valutazione da parte di operatori professionali e investitori.

Inoltre, ²¹l'art. 66 del TUF impone che *“il regolamento del mercato garantisca che gli strumenti finanziari ammessi alla negoziazione possano essere negoziati in modo corretto, ordinato ed efficiente e che, nel caso dei valori mobiliari, siano liberamente negoziabili. La stessa disposizione aggiunge che i mercati regolamentati devono adottare e mantenere meccanismi efficaci per verificare che gli emittenti dei valori mobiliari ammessi alla negoziazione rispettino gli obblighi in materia di informativa iniziale, continuativa e ad hoc. Infine, la presenza dei requisiti sopra indicati negli strumenti finanziari ammessi alla quotazione deve essere continuativamente verificata dal gestore di mercato, ai sensi dell'art. 66, comma 4, del TUF.”*

²⁰ Articolo 66 TUF, Criteri generali di ammissione alla quotazione e alle negoziazioni Brocardi.it

²¹ Articolo 66 TUF, Criteri generali di ammissione alla quotazione e alle negoziazioni Brocardi.it

1.5 Quotazioni e ammissioni alle negoziazioni nei mercati regolamentati

Per garantire che le previsioni appena indicate non lascino eccessiva discrezionalità ai gestori e che il processo di formazione delle quotazioni e conseguente ammissione alle negoziazioni non sia affidato a variabili incerte, sono stabiliti alcuni importanti presidi.

In particolare, va sottolineato che tale **processo è assistito da regole molto rigorose**, che fanno delle quotazioni nei mercati regolamentati un riferimento generale per tutte le altre sedi di negoziazione.

A questo proposito, assume centrale rilevanza la disciplina stabilita nel Regolamento UE ²²1129/2017 (c.d. Regolamento Prospetti), che prevede che, fatta salva una serie di esenzioni puntualmente individuate nell'art. 1, paragrafo 5, del medesimo provvedimento, *"i titoli sono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato situato o operante all'interno dell'Unione soltanto previa pubblicazione di un prospetto"*.

Ne consegue che, a differenza di quanto accade nelle altre sedi di negoziazione, la domanda di quotazione e ammissione alla negoziazione di nuovi strumenti finanziari nei mercati regolamentati, che deve essere presentata dall'emittente al gestore del mercato, presuppone inevitabilmente, per essere accettata, la preventiva elaborazione di un documento di offerta, dal contenuto tipico previsto dalla legge.

Questo documento è destinato a consentire una **adeguata valutazione** degli strumenti finanziari da parte dei soggetti che abbiano accesso al mercato. Dopo l'esame del documento e la verifica della conformità della domanda di quotazione al regolamento di mercato, essa verrà accettata dal gestore.

²² REGOLAMENTO (UE) 2017/1129 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 14 giugno 2017 relativo al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di titoli in un mercato regolamentato, e che abroga la direttiva 2003/71/CE

Più in dettaglio, riguardo alle previsioni specificamente applicabili alla vicenda in esame, si stabilisce la necessità di un documento informativo iniziale, definito prospetto di quotazione. Affinché sia pubblicato, il prospetto in questione è **soggetto all'approvazione della Consob**, la quale ha inoltre, in generale, ampio potere regolamentare (art. ²³113, comma 3, TUF) riguardo alle modalità e ai termini della suddetta pubblicazione.

La redazione del documento in questione non rappresenta la conclusione delle formalità necessarie per la quotazione, ma costituisce piuttosto la base per avviare un complesso processo volto alla **determinazione del prezzo iniziale** degli strumenti sul mercato. Questo processo viene gestito dall'emittente con il supporto di vari professionisti e interlocutori terzi, coinvolti da diverse prospettive.

In questo contesto, si possono distinguere diverse fasi.

- La fase "iniziale" riguarda la preparazione della *domanda di ammissione*, elaborata anche in base ai risultati di una approfondita due diligence, e la sua approvazione da parte degli organi competenti dell'emittente.
- La fase "intermedia" consiste *nella definizione e stipula degli accordi di collocamento* degli strumenti con gli intermediari e nella formulazione del giudizio sull'ammissione da parte del gestore del mercato.
- La fase "finale ed esecutiva" prevede la *fissazione definitiva dei prezzi* di quotazione iniziale, ottenuta attraverso un confronto con operatori e investitori.

Infine, avviene la prima effettiva negoziazione sul mercato (nota come fase "**after market**"), solitamente accompagnata dall'implementazione di accordi che mirano a gestire e assorbire i rischi di oscillazione dei prezzi rispetto al prezzo di ingresso.

Tutti questi passaggi devono essere eseguiti nel rispetto del regolamento del mercato di quotazione. A tal proposito, è importante notare che il Regolamento dei

²³ Articolo 113 Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, ammissione alla negoziazione di titoli. Brocardi.it

Mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A. stabilisce chiaramente, all'articolo 2.1.2, comma 1²⁴, **le circostanze in cui può respingere la domanda di ammissione alle quotazioni** con un provvedimento motivato. *“Ad esempio, il rifiuto può derivare dal giudizio che lo strumento finanziario non favorisca la formazione di un mercato regolare, o che la situazione dell'emittente renda l'emissione contraria all'interesse degli investitori, come nel caso di gravi squilibri nella struttura finanziaria.”*

Premessa fondamentale di questo processo è che gli strumenti finanziari per cui si richiede la quotazione possiedano le caratteristiche indicate, rispettando i principi stabiliti dalla MiFID. In sintesi, ciò significa garantire una **circolazione costante** e adeguatamente rappresentativa del valore dell'emittente, come stabilito dal regolamento specifico del mercato di destinazione, oltre ai requisiti di legge come la libera negoziabilità e l'idoneità alla maturazione di ricavi.

In Italia, è necessario fare riferimento al Titolo 2.2 del Regolamento di Borsa Italiana. Ad esempio, per quanto riguarda le azioni, ²⁵l'art. 2.2.1 prevede che per il segmento base, al fine di *"assicurare che le azioni possano essere negoziate in modo equo, ordinato ed efficiente"*, si stabiliscono i requisiti di una capitalizzazione di mercato prevedibile di almeno 40 milioni di euro e una *"sufficiente diffusione"*, presumibile quando il flottante ammonta al 25% del capitale rappresentato dalla categoria interessata.

Questo sistema, inserito nel complesso regime precedentemente descritto, sottolinea il ruolo dei mercati regolamentati come selettori generali per l'ingresso alle negoziazioni degli strumenti finanziari emessi. Secondo quanto disposto dall'art. ²⁶66, comma 5, del TUF, *"un valore mobiliare, una volta ammesso alla*

²⁴ REGOLAMENTO DEI MERCATI ORGANIZZATI E GESTITI DA BORSA ITALIANA S.P.A DELIBERATO DAL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE DEL 24 LUGLIO 2023 E APPROVATO DALLA CONSOB CON DELIBERA N. 22805 DELL'11 SETTEMBRE 2023

²⁵ REGOLAMENTO DEI MERCATI ORGANIZZATI E GESTITI DA BORSA ITALIANA S.P.A DELIBERATO DAL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE DEL 24 LUGLIO 2023 E APPROVATO DALLA CONSOB CON DELIBERA N. 22805 DELL'11 SETTEMBRE 2023

²⁶ Articolo 66 TUF, Criteri generali di ammissione alla quotazione e alle negoziazioni Brocardi.it

negoziazione in un mercato regolamentato e in ottemperanza alle pertinenti disposizioni del Regolamento ²⁷UE 1129/2017, può essere ammesso alla negoziazione, anche senza il consenso dell'emittente, in altri mercati regolamentati, i quali ne informano l'emittente".

È importante sottolineare la **necessità del rispetto continuativo delle previsioni sopra citate**. Infatti, la garanzia legale della conformità ai principi non deve essere valida solo al momento della prima quotazione, ma deve essere mantenuta durante tutto il periodo in cui i titoli sono negoziabili sui mercati.

Pertanto, è **responsabilità del gestore del mercato regolamentato adottare provvedimenti di sospensione o esclusione dalle negoziazioni degli strumenti finanziari**. In particolare, ciò può avvenire quando si accerta che tali strumenti "*cessano di rispettare le regole del sistema*" (ad esempio, se la quota minima di flottante viene meno) e sempre che "*tale sospensione o esclusione non rischi di causare un danno rilevante agli interessi degli investitori o al funzionamento ordinato del mercato*" (²⁸art. 66-ter, co. 1, TUF).

Nel caso in cui il gestore del mercato non intervenga, anche dopo una specifica richiesta della Consob, quest'ultima può esercitare direttamente i poteri di sospensione o esclusione se accerta che sussistono i presupposti di legge (art. 66-quater²⁹).

²⁷ REGOLAMENTO (UE) 2017/1129 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 14 giugno 2017

²⁸ Articolo 66 TUF, Criteri generali di ammissione alla quotazione e alle negoziazioni Brocardi.it

²⁹ Articolo 66 quater TUF, Provvedimenti di sospensione ed esclusione di strumenti finanziari dalle negoziazioni su iniziativa della Consob, Brocardi.it

1.6 Le trading venues alternative ai mercati regolamentati: Le ragioni di base

Da tempo, il panorama finanziario ha visto emergere **sistemi alternativi** alle tradizionali borse valori, nati per rispondere a due principali esigenze.

In primo luogo, questi *sistemi mirano a facilitare emittenti e intermediari nel collocamento e nella negoziazione di titoli*, evitando le complesse procedure richieste dai mercati regolamentati e riducendo i costi elevati. In secondo luogo, consentono alle imprese di seguire un processo graduale nello sviluppo delle loro attività produttive attraverso il ricorso al mercato mobiliare.

Negli ultimi anni si sono delineate due tipologie distinte di sistemi di negoziazione alternativi ai mercati regolamentati, recepiti già dal TUF nel 1998 con la denominazione di "sistemi di scambi organizzati".

Da un lato, esiste un sistema di negoziazione che funziona in modo simile ai mercati regolamentati, ma con procedure amministrative più snelle e senza l'ambizione di fungere da punto di riferimento istituzionale per le economie nazionali.

Dall'altro lato, c'è il sistema derivante dall'attività di internalizzazione degli ordini di negoziazione da parte di un intermediario. Questo sistema permette all'intermediario di gestire continuamente ordini di acquisto e vendita su strumenti finanziari per conto proprio, offrendo ai titolari degli interessi contrapposti un servizio simile a quello tradizionalmente svolto dai mercati, ma eseguito al di fuori di essi (over the counter, secondo la terminologia anglosassone).

Con l'introduzione della MiFID, che ha abbandonato la regola della concentrazione degli scambi risalente al 1991 (ossia l'obbligo per gli intermediari di negoziare esclusivamente all'interno dei mercati regolamentati le azioni quotate), queste nuove forme "alternative" di mercati mobiliari hanno trovato definitiva

affermazione nella prassi. Il legislatore ha quindi delineato e regolamentato questi nuovi mercati con un set distinto e più dettagliato di regole. Per la prima tipologia menzionata sopra, si è adottata la denominazione di **"sistema multilaterale di negoziazione"** (MTF), mentre per la seconda si è parlato di **"internalizzatore sistematico"**.

È importante notare che, mentre i sistemi multilaterali di negoziazione (MTF) hanno conosciuto una diffusione ampia nel corso degli anni, aumentando il numero di piattaforme multilaterali in competizione rispetto ai tradizionali mercati, la figura degli internalizzatori sistematici ha avuto inizialmente meno successo. Di fatto, molti intermediari, quando hanno cercato di agire come centri per l'esecuzione di contratti su strumenti finanziari, hanno evitato in gran parte di qualificarsi come internalizzatori sistematici, data la complessità normativa associata.

Per contrastare l'incremento della negoziazione non trasparente residua (inclusa la pratica del dark trading), che è emersa come risultato di MiFID I e considerando le potenziali conseguenze negative sulla liquidità e la stabilità dei mercati, MiFID II ha introdotto una nuova categoria, i **"sistemi organizzati di negoziazione"** (OTF).

Queste piattaforme sono progettate per raccogliere una parte significativa delle negoziazioni finanziarie che non avvengono nei mercati regolamentati o negli MTF (e che in passato erano gestite dagli internalizzatori sistematici esistenti). Con l'introduzione di queste "nuove" sedi di negoziazione alternative ai mercati regolamentati, la legislazione ha delineato un quadro complesso che analizzeremo nel seguito.

1.7 I sistemi multilaterali di negoziazione

Dal punto di vista strutturale, un MTF (Multilateral Trading Facility) adotta un modello simile a quello del mercato regolamentato, come stabilito dalle leggi vigenti. L'articolo 1, comma 5-octies, lettera a³⁰, descrive l'MTF come un: *“sistema multilaterale che facilita l'incontro di molteplici interessi di acquisto e vendita di terzi per strumenti finanziari, seguendo regole non discrezionali, concludendo così contratti.”*

La distinzione tra un MTF e un mercato regolamentato non risiede solo negli aspetti oggettivi, che sono praticamente identici, ma anche in due elementi fondamentali: da un lato, **il soggetto legalmente autorizzato a svolgere l'attività**; dall'altro, **le regole organizzative** che mostrano una minore enfasi normativa sulla liquidità di questi mercati e, in particolare, sulla stabilità dei prezzi dei titoli negoziati esclusivamente in questi contesti anziché nei mercati regolamentati.

Per quanto riguarda il primo aspetto (quello soggettivo), l'articolo 1 del TUF stabilisce che la gestione degli MTF rientra nei servizi di investimento tipici; quindi, può essere esercitata da intermediari finanziari ordinari (SIM, banche, altre imprese di investimento) previa autorizzazione della Consob, simile ad altri servizi generici e non specificamente legata a ciascun sistema. Va notato che, secondo l'articolo ³¹64, comma 7, la gestione di un MTF può anche essere effettuata da un gestore di mercato regolamentato, previa verifica della Consob per garantire il rispetto delle norme pertinenti contenute nella parte III.

³⁰ Articolo 1 TUF, Definizioni. Brocardi.it

³¹ Articolo 66 TUF, Criteri generali di ammissione alla quotazione e alle negoziazioni Brocardi.it

In termini di aspetti organizzativi, è cruciale considerare che gli MTF, analogamente ai mercati regolamentati, devono assicurare il corretto completamento dei contratti finanziari basandosi su "**regole non discrezionali**", cioè mediante l'applicazione di procedure predeterminate sulle quali il gestore non può intervenire, se non per sorvegliarne l'imparziale applicazione.

Di conseguenza, anche quando un MTF è istituito e gestito come servizio di investimento da un intermediario ai sensi dell'articolo ³²18, comma 1, del TUF (e non da un gestore di mercato regolamentato), l'efficace e corretta intermediazione nelle operazioni non si realizza attraverso l'applicazione caso per caso da parte del gestore della regola di best execution o di altre normative generali previste per i servizi di investimento. Al contrario, similmente ai mercati regolamentati, *il funzionamento degli MTF dipende dalle regole organizzative stabilite al momento della loro istituzione o dalle successive modifiche, in conformità alla legislazione vigente.*

In questo contesto, i requisiti stabiliti nel TUF per gli MTF mostrano poche differenze rispetto a quelli applicabili ai mercati regolamentati. Queste differenze possono essere spiegate dalla minore garanzia legale della presenza effettiva dei caratteri di "liquidità" e "stabilità" nelle transazioni, come già menzionato.

Tali differenze sono appena delineate anche nelle rispettive definizioni di legge: mentre per i mercati regolamentati si parla di sistemi che "facilitano o consentono", nel caso degli MTF si discute semplicemente di "consentire" la stipula dei contratti finanziari.

In aggiunta alle disposizioni comuni a tutte le sedi di negoziazione, estese agli MTF e agli OTF, volte a garantire negoziazioni efficienti, stabili ed eque, il legislatore impone agli MTF requisiti rigorosi simili a quelli applicati ai mercati regolamentati.

³² Articolo 18 Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, Soggetti. Brocardi.it

Questi includono “*la definizione di procedure necessarie per gestire i rischi a cui il sistema è esposto e l'obbligo di avere risorse finanziarie adeguate a garantire un funzionamento ordinato.*”³³ (art. 65-ter, lett. b-c).

Inoltre, vi sono severi "requisiti operativi" imposti dall'art. ³⁴65-sexies TUF che si applicano uniformemente a tutte le sedi di negoziazione, come “*l'adozione di sistemi testati in grado di gestire le negoziazioni in modo ordinato e di resistere a picchi nei volumi scambiati.*”

Per quanto riguarda le **regole sull'accesso** alle sedi di negoziazione per coloro che intendono diventare membri, partecipanti o clienti di un MTF, ³⁵l'art. 67 TUF prevede normative uniformi per tutte le sedi. Tuttavia, gli MTF devono specificamente assicurarsi di avere “*almeno tre clienti o partecipanti concretamente attivi, ognuno in grado di interagire con gli altri per quanto riguarda la formazione dei prezzi*” ³⁶(art. 65-bis, co. I, lett. d, TUF).

In conclusione, per quanto riguarda i requisiti organizzativi, la principale differenza rispetto ai mercati regolamentati si trova nelle regole per l'ammissione degli strumenti finanziari alla negoziazione. Mentre per i mercati regolamentati esistono criteri specifici volti a garantire una negoziazione continua e la formazione di un valore affidabile per i titoli scambiati, per gli MTF tale disposizione è completamente assente.

³³ Articolo 65-ter, sexies Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, Requisiti specifici per i sistemi multilaterali di negoziazione, Brocardi.it

³⁴ Articolo 65 sexies, Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, Requisiti operativi delle sedi di negoziazione. Brocardi.it

³⁵ Articolo 67 Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, Criteri generali di accesso agli operatori. Brocardi.it

³⁶ Articolo 65 bis, Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, Requisiti dei sistemi multilaterali di negoziazione e dei sistemi organizzati di negoziazione

In particolare, per gli MTF non vi è alcun riferimento formale all'obbligo di aderire ai criteri di prospetto definiti dal regolamento UE 1129/2017 per l'ammissione degli strumenti finanziari.

Inoltre, l'articolo 66 del TUF non impone espressamente agli MTF, a differenza dei mercati regolamentati, di garantire che le regole per l'ammissione degli strumenti finanziari assicurino una negoziazione "*corretta, ordinata ed efficiente*". Si limita piuttosto a richiedere l'esistenza di regole trasparenti e accessibili al pubblico, che forniscano informazioni sufficienti per consentire una valutazione degli investimenti, tenendo conto sia della categoria dei clienti che dei tipi di strumenti negoziati.

Di conseguenza, i regolamenti degli MTF possono prevedere, come spesso accade, l'ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari senza un significativo flottante, con i prezzi inizialmente determinati principalmente dagli intermediari responsabili del collocamento e dagli investitori professionali coinvolti, senza un successivo significativo volume di scambi.

È anche possibile che siano ammessi alla negoziazione titoli emessi da società non soggette all'obbligo di informazione continua (ai sensi dell'articolo ³⁷114 del TUF), quando tale ammissione non è richiesta o autorizzata dagli emittenti stessi (o dai loro soci di riferimento), e quando questi strumenti finanziari non sono "*diffusi tra il pubblico in misura rilevante*".

In sintesi, gli MTF si distinguono per la loro capacità di fungere non solo come alternative ai mercati regolamentati per la negoziazione competitiva di titoli già quotati altrove, ma anche *come strumenti per facilitare e regolare l'accesso graduale al mercato per le imprese che, per varie ragioni, non soddisfano tutti i requisiti formali e sostanziali necessari per la stabile liquidità dei loro titoli e*

³⁷ Articolo 114 Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, comunicazioni al pubblico. Brocardi.it

quindi per la quotazione su un mercato regolamentato. Per questo motivo, gli MTF rappresentano candidati ideali per supportare lo sviluppo delle piccole e medie imprese (PMI) e contribuire al processo di disintermediazione bancaria nell'economia domestica, promuovendo al contempo un accesso diretto ai mercati finanziari.

In questo contesto, è importante considerare la disposizione prevista dalla MiFID e implementata in Italia con l'articolo ³⁸69 del TUF, che consente ai gestori e agli intermediari di istituire specifici sistemi multilaterali di negoziazione chiamati "Mercati di crescita per le piccole e medie imprese", identificati ai sensi dell'articolo 2, comma 1, lettera f del regolamento UE 1129/2017.

Questi mercati sono progettati per soddisfare la domanda di negoziazione dei titoli delle PMI, rispondendo all'interesse particolarmente forte degli investitori nel garantire solidità e sicurezza nei titoli in cui intendono investire. Il legislatore intende soddisfare questo interesse attraverso la creazione di una categoria di sistemi di negoziazione che si propongano come mercati di riferimento, imponendo requisiti organizzativi più rigorosi rispetto a quelli generalmente previsti per gli MTF, che abbiamo visto essere definiti piuttosto ampiamente dalla legge.

L'espressione "**Mercato di crescita per le piccole e medie imprese**" assume un significato distintivo simile a quello delle denominazioni d'origine, svolgendo una funzione ampiamente riconducibile a queste ultime. Secondo la normativa, un sistema multilaterale di negoziazione può richiedere alla Consob di essere registrato con questo nome solo dopo aver dimostrato di soddisfare specifiche condizioni. Tra queste condizioni vi sono: l'adozione di criteri adeguati all'ammissione e il mantenimento degli strumenti finanziari nella negoziazione, la diffusione e la pubblicazione di informazioni sufficienti sugli emittenti (compresa la relazione finanziaria annuale sottoposta a revisione), il possesso di requisiti di

³⁸ Articolo 69 Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, Mercati di crescita per le piccole e medie imprese. Brocardi.it

professionalità e onorabilità da parte dei dirigenti dell'emittente e l'implementazione di regole per prevenire eventuali abusi di mercato.

Inoltre, affinché un sistema possa essere designato come "Mercato di crescita per le piccole e medie imprese", è necessario che questa destinazione non sia solo teorica o ideale, ma effettivamente pratica. A tal fine, il sistema deve dimostrare - come requisito per ottenere e mantenere questa denominazione - che almeno il 50% degli emittenti di strumenti finanziari negoziati sul sistema sono piccole e medie imprese, sia al momento della registrazione come mercato di crescita sia successivamente, ogni anno civile.

1.8 Sistemi organizzati di negoziazione

Come menzionato precedentemente, gli OTF (Organised Trading Facilities) rappresentano la tipologia di mercato mobiliare più recente nel contesto normativo.

Questi mercati sono progettati per rispondere alle esigenze degli operatori che, in passato, hanno trovato conveniente evitare la complessità dei sistemi multilaterali, preferendo una struttura più semplice come le cosiddette "reti di broker crossing". Questi network, partecipati stabilmente dagli stessi gruppi di intermediari, gestiscono gli ordini in modo efficiente per concludere ed eseguire gli scambi. Osservando tali prassi, il legislatore ha scelto di configurare una nuova sede tipica con MiFID II: l'OTF, dotato di caratteristiche specifiche adeguate ad assorbire la domanda di strutture alternative a quelle preesistenti.

Come gli MTF, anche gli OTF possono essere istituiti e gestiti sia dagli intermediari finanziari ordinari, autorizzati in via generale ex art. 19 TUF, sia dai

gestori di mercati regolamentati, previa verifica del rispetto delle corrispondenti previsioni (³⁹art. 64, co. 7 TUF).

La caratteristica distintiva degli OTF rispetto agli altri tipi di sede di negoziazione è l'assenza di procedure rigidamente predeterminate per l'automatica esecuzione degli scambi.

L'art. 1, co. 5-octies, lett. B del TUF⁴⁰, descrive l'OTF *“come una struttura che facilita l'interazione degli interessi di acquisto e vendita, senza menzionare regole non discrezionali”*. Il gestore di un OTF utilizza la propria discrezionalità professionale per decidere se e come far incontrare la domanda e l'offerta.

L'art. ⁴¹65-quater specifica che questa discrezionalità si esprime nel decidere di *“a) collocare o ritirare un ordine sul proprio sistema”* o di *“b) non abbinare lo specifico ordine di un cliente con altri ordini disponibili in un dato momento”*, sempre nel rispetto delle istruzioni del cliente e della regola di best execution.

Per evitare conflitti di interesse, sono stabilite regole specifiche. Il gestore non può negoziare in proprio come internalizzatore sistematico o utilizzare proprie risorse, né operare in connessione con altro internalizzatore. È consentito interporre tra venditore e acquirente solo a determinate condizioni e solo attraverso la cosiddetta negoziazione *matched principal*, dove l'interponente non si espone al rischio di mercato poiché acquisto e vendita avvengono simultaneamente a un prezzo che non consente di realizzare utili o perdite (art. 1, co. 6-octies, TUF).

³⁹ Articolo 64, Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, L'attività di organizzazione e gestione di mercati regolamentati

⁴⁰ Articolo 1, testo delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, Definizioni

⁴¹ Articolo 65 quater, testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, Requisiti specifici per i sistemi organizzati di negoziazione

Data la particolare natura degli OTF, essi sono soggetti solo parzialmente alla disciplina sui requisiti organizzativi applicati alle altre sedi, rendendo inutile la pre-definizione di meccanismi procedurali sani ed efficienti (artt. 65-bis e 65-ter), se non in funzione della regola di best execution. Tuttavia, si applicano integralmente le previsioni volte ad assicurare la stabilità dei mercati ⁴²(art. 65-sexies).

In materia di selezione degli strumenti finanziari ammessi alla negoziazione, valgono le stesse considerazioni fatte per gli MTF riguardo al minor rigore rispetto ai mercati regolamentati, con la specifica che negli OTF è esclusa per legge la negoziazione di azioni ⁴³(art. 1, co. 5-octies, lett. b). Di fatto, quindi, **gli OTF sono utilizzabili solo per operazioni su titoli di debito e derivati.**

Con riferimento ai contratti derivati, gli OTF si candidano a diventare la sede principale per la loro negoziazione.

Il legislatore ha imposto stringenti vincoli agli scambi di tali strumenti con il regolamento UE 648/2012 (EMIR)⁴⁴, che prevede rigide regole per l'esecuzione dei contratti per contenere i rischi di inadempimento. Con MiFID II e il regolamento UE 600/2014 (MiFIR), il sistema di tutela è stato perfezionato, migliorando la trasparenza e disponendo che le operazioni su derivati standardizzati avvengano unicamente nelle sedi di negoziazione o presso gli internalizzatori sistematici, riducendo così il dark trading.

⁴² Articolo 65 sexies, Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, requisiti operativi delle sedi di negoziazione

⁴³ Articolo 1, Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, Definizioni

⁴⁴ Regolamento (UE) n. 648/2012 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 4 luglio 2012, sugli strumenti derivati OTC, le controparti centrali e i repertori di dati sulle negoziazioni

CAPITOLO II

LA DISCIPLINA DELLE SOCIETA' DI CAPITALI NEL CODICE CIVILE DEL 1942 E LA RIFORMA DEL 2003

2.1 La disciplina delle società di capitali nel Codice civile del 1942

Il diritto societario italiano prima della riforma del 2003 era radicato nel Codice civile del 1942, un periodo storico caratterizzato da un'economia prevalentemente agricola e da un settore industriale in via di sviluppo.

L'Italia del dopoguerra aveva necessità di ricostruzione economica e stabilità finanziaria, e il diritto societario rifletteva queste priorità. Le normative erano concepite per garantire la protezione dei creditori, la stabilità delle società di capitali e la certezza delle operazioni economiche.

Struttura Rigida e Norme Imperative

Le norme del diritto societario erano fortemente imperative, specialmente per le società di capitali come le Società per Azioni (S.p.A.) e le Società a Responsabilità Limitata (S.r.l.). Questo carattere imperativo si estendeva non solo alla disciplina che interessava direttamente i terzi, come i creditori, ma anche agli assetti organizzativi interni della società.

Le norme imperative imponevano una serie di vincoli rigidi:

- **Immutabilità delle Norme di Base:** Le società di capitali erano vincolate a seguire rigidamente le norme dettate dal Codice civile, senza possibilità di deroghe o adattamenti a esigenze particolari.

- **Tutela dei Creditori:** Le normative erano orientate principalmente a garantire la sicurezza dei creditori. Ad esempio, le regole sul capitale sociale minimo e sulla distribuzione degli utili erano progettate per mantenere una riserva di capitale sufficiente a soddisfare i debiti della società.
- **Obblighi di Trasparenza e Pubblicità:** Le società dovevano rispettare rigidi obblighi di trasparenza e pubblicità, inclusa la registrazione presso il Registro delle Imprese e la pubblicazione di bilanci certificati.

Disciplina delle Società di Capitali

Le società di capitali, principalmente le S.p.A. e le S.r.l., erano regolate da un insieme di norme che riflettevano la necessità di un controllo rigoroso:

- **Capitale Sociale:** Le S.p.A. e le S.r.l. dovevano avere un capitale sociale minimo, che doveva essere interamente sottoscritto e in parte versato al momento della costituzione. Questo era un requisito fondamentale per garantire una base solida di capitale a disposizione della società.
- **Organi Sociali:** Le S.p.A. dovevano avere un consiglio di amministrazione e un collegio sindacale, mentre le S.r.l. potevano avere una struttura più semplice, ma con meno flessibilità rispetto al post-riforma.
- **Assemblee dei Soci:** Le decisioni fondamentali dovevano essere prese dall'assemblea dei soci, che si riuniva in seduta ordinaria o straordinaria a seconda dell'importanza delle delibere.

Scarsa Diversificazione tra i Tipi di Società

Nel 1942, i tre tipi di società di capitali – Società per Azioni (S.p.a.), Società a Responsabilità Limitata (S.r.l.) e Società in Accomandita per Azioni (S.a.p.a.) – presentavano una scarsa diversificazione.

L'ordinamento prevedeva un modello di società di capitali con una struttura rigida e ben definita, differenziata principalmente sulla base delle dimensioni dell'impresa.

La S.p.a., concepita per la grande impresa, costituiva il modello di riferimento attorno al quale ruotava l'intero sistema, influenzando anche la disciplina della S.r.l. e della S.a.p.a.

La S.r.l. era destinata alla piccola e media impresa, spesso a base familiare o con un numero ridotto di soci, ma seguiva la struttura della S.p.A. con continui riferimenti normativi.

La differenza sostanziale tra questi tipi di società risiedeva nel *divieto per la S.r.l. di rivolgersi al pubblico risparmio* per la raccolta di capitali, a differenza della S.p.A. le cui azioni potevano essere vendute al pubblico.

Questa distinzione influiva anche sulla diversa natura delle azioni e delle quote: nelle S.p.A. le azioni rappresentavano la partecipazione proporzionale al capitale sociale, mentre nelle S.r.l. le quote erano indicative della partecipazione percentuale al capitale sociale.

Inoltre, le norme pre-riforma imponevano rigide limitazioni alla circolazione delle quote nelle S.r.l., con trasferimenti soggetti a numerosi vincoli legali e burocratici. Il regime di responsabilità era chiaramente definito, con una forte enfasi sulla protezione dei terzi e dei creditori:

- **Responsabilità Limitata:** I soci delle S.r.l. e delle S.p.A. godevano della responsabilità limitata al capitale sottoscritto, ma questo comportava obblighi stringenti per garantire la tutela dei creditori.
- **Circolazione delle Quote:** La trasferibilità delle quote era fortemente regolamentata, con clausole di prelazione e altre restrizioni che potevano essere imposte dagli statuti sociali.

Modello della Società "Monade"

Il modello di impresa pensato nel 1942 era quello della società "monade", una singola entità che operava sul mercato senza considerare la possibilità di un gruppo di società.

La disciplina dei gruppi societari era inesistente e il controllo tra diverse società era regolato solo dalle norme sulle partecipazioni reciproche. L'idea di un'impresa formata da più società operanti in sinergia per un unico progetto imprenditoriale era estranea all'ordinamento dell'epoca.

Questo approccio rifletteva una visione limitata del capitalismo, focalizzata sull'operato di singole entità piuttosto che su conglomerati o reti di imprese.

La mancanza di una regolamentazione specifica per i gruppi societari significava che molte delle pratiche di governance oggi comuni, come le fusioni, le acquisizioni e le holding, erano gestite in modo frammentato e inefficiente.

2.2 La riforma del 2003/D.Lgs 6/2003

Negli anni '80 e '90, la necessità di modernizzare il diritto societario divenne sempre più evidente. Le imprese italiane si trovavano a competere in un mercato sempre più globalizzato, e le normative rigide del Codice civile del 1942 rappresentavano un ostacolo significativo alla flessibilità e all'innovazione.

La riforma del 2003 fu il risultato di un lungo processo di riflessione e consultazione tra giuristi, economisti e imprenditori, volto a creare un quadro normativo più dinamico e adeguato alle esigenze del nuovo millennio.

Il carattere imperativo del diritto delle società di capitali anteriore alla riforma del 2003 coinvolgeva sia le Società per Azioni (S.p.A.) sia le Società a Responsabilità Limitata (S.r.l.), estendendosi non solo alla disciplina che interessava direttamente i terzi ma anche agli assetti organizzativi interni della società.

Questa rigidità normativa era volta a tutelare i creditori e a garantire la certezza del diritto nei rapporti societari.

Tuttavia, con la riforma del 2003, il panorama legislativo è cambiato radicalmente.

⁴⁵Il Decreto Legislativo n. 6 del 2003 ha rappresentato una svolta significativa nel diritto societario italiano. Il legislatore ha introdotto una chiara distinzione tra le S.p.A. e le S.r.l., aprendo la strada a una maggiore autonomia privata.

La riforma ha risposto all'esigenza di modernizzare il diritto societario, rendendolo più flessibile e adeguato alle esigenze delle imprese in un contesto economico globalizzato e competitivo.

In particolare, la S.r.l. è stata trasformata in un tipo societario molto più flessibile rispetto alla versione precedente, avvicinandosi in molti aspetti alle società di persone pur conservando i capisaldi della personalità giuridica e della responsabilità limitata.

Questa flessibilità ha permesso una maggiore libertà nella gestione interna e nella personalizzazione degli statuti societari, rendendo la S.r.l. una forma societaria adatta sia per le piccole e medie imprese sia per iniziative imprenditoriali più complesse.

⁴⁵ Riforma organica della disciplina delle società di capitali e società cooperative, in attuazione della legge 3 ottobre 2001, n. 366.

Prima della riforma, le S.r.l. erano vincolate a una serie di obblighi rigidi che limitavano la loro capacità di adattarsi alle esigenze specifiche dei soci e del mercato. La riforma ha introdotto numerose innovazioni, tra cui:

- **Personalizzazione delle Quote:** L'articolo ⁴⁶2468 del Codice civile permette di attribuire a singoli soci diritti particolari, consentendo una maggiore flessibilità nella distribuzione delle competenze e degli utili.
- **Conferimenti in Natura:** La possibilità di conferire beni in natura, opere o servizi (tuttavia quest'ultime solo con l'obbligo di garanzia tramite polizza assicurativa o fideiussione bancaria)
- **Decisioni dei Soci:** Le modalità di assunzione delle decisioni sono state rese più flessibili, permettendo la consultazione scritta o il consenso espresso per iscritto, riducendo la necessità di riunioni assembleari.

Disciplina dei Gruppi di Società

Parallelamente, la riforma ha introdotto una disciplina specifica per i gruppi di società, riconoscendo la possibilità di esercitare un'attività imprenditoriale attraverso una pluralità di società sotto una strategia comune. Questa nuova normativa regola il controllo, l'influenza e la responsabilità nella direzione e nel coordinamento dei gruppi societari, superando il modello della società isolata e permettendo una gestione più efficiente e integrata delle attività economiche.

La disciplina dei gruppi di società ha introdotto concetti chiave come:

- **Direzione e Coordinamento:** La riforma ha riconosciuto e regolamentato la figura della capogruppo che esercita attività di direzione e coordinamento sulle società controllate.

⁴⁶ Articolo 2468 Codice civile, Quote di partecipazione. Brocardi.it

- **Responsabilità:** Sono state definite le responsabilità della capogruppo nei confronti delle società controllate e dei loro creditori, garantendo una maggiore tutela degli interessi delle minoranze e dei terzi.
- **Trasparenza e Informazione:** Obblighi di trasparenza e di informazione nei confronti dei soci e del mercato, per garantire una corretta governance del gruppo.

Differenze tra S.p.A. e S.r.l. Prima e Dopo la Riforma

In questa sede esamineremo in dettaglio le differenze tra le S.p.A. e le S.r.l. prima e dopo la riforma del 2003, analizzando come le modifiche normative abbiano ridefinito i confini dell'autonomia privata, l'organizzazione interna, la circolazione delle quote e il regime di responsabilità.

Prima della Riforma:

- **Rigidità Normativa:** Le S.r.l. erano soggette a norme rigide e poco flessibili, con un'impostazione molto simile a quella delle S.p.A.
- **Limitazioni nei Conferimenti:** I conferimenti in natura erano limitati e richiedevano valutazioni rigorose.
- **Poche Differenze tra S.p.A. e S.r.l.:** La disciplina delle S.r.l. era molto simile a quella delle S.p.A., con poche differenze significative.

Dopo la Riforma:

- **Maggiore Flessibilità:** Le S.r.l. hanno acquisito maggiore autonomia nella gestione interna e nella personalizzazione degli statuti.
- **Nuove Opportunità di Conferimento:** È stato reso possibile conferire opere e servizi, aumentando le opzioni di investimento.
- **Chiara Differenziazione:** La riforma ha chiarito le differenze tra S.p.A. e S.r.l., rendendo queste ultime più adatte alle piccole e medie imprese e alle startup.

Implicazioni della Riforma sul Panorama Societario Italiano

La riforma del 2003 ha avuto un impatto significativo sul panorama societario italiano, introducendo elementi di modernità e flessibilità che hanno reso le società italiane più competitive a livello internazionale.

La possibilità di personalizzare gli statuti e di adottare modelli organizzativi più flessibili ha permesso alle imprese di adattarsi meglio alle mutevoli condizioni del mercato.

Inoltre, la disciplina dei gruppi di società ha facilitato la formazione e la gestione di conglomerati e holding, favorendo una maggiore integrazione e sinergia tra diverse entità societarie.

Questo ha portato a una migliore allocazione delle risorse e a una maggiore efficienza operativa.

2.3 Struttura e organizzazione interna delle società di capitali

Quindi il diritto societario ha subito notevoli trasformazioni nel corso degli anni, culminate nella riforma del 2003 che ha distinto in maniera netta le strutture e le normative applicabili alle diverse tipologie di società di capitali.

Questa sezione esaminerà in dettaglio come la riforma del 2003 ha ridefinito questi aspetti cruciali nelle S.p.A. e nelle S.r.l., evidenziando le differenze e le similitudini tra i due tipi di società, e analizzando come le nuove normative abbiano influenzato la governance e la gestione delle imprese italiane.

Ripartizioni delle Competenze Gestorie

Nelle S.r.l. non c'è una norma che dica che la competenza ad amministrare l'impresa spetti esclusivamente agli amministratori.

Nelle S.p.A., invece, solo gli amministratori possono compiere atti gestori, ripartendo nettamente le responsabilità; questa idea manageriale nasce del presupposto che al crescere della dimensione dell'impresa diverrà necessario che siano dei terzi, non soci, ad amministrarla.

Nelle S.r.l. questa netta distinzione non c'è, potendo prevedere, in base a quanto stabilito all'articolo 2479:

⁴⁷“I soci decidono sulle materie riservate alla loro competenza dall'atto costitutivo, nonché sugli argomenti che uno o più amministratori o tanti soci che rappresentano almeno un terzo del capitale sociale sottopongono alla loro approvazione.

In ogni caso sono riservate alla competenza dei soci:

- 1) l'approvazione del bilancio e la distribuzione degli utili;*
- 2) la nomina, se prevista nell'atto costitutivo, degli amministratori;*
- 3) la nomina nei casi previsti dall'articolo [2477](#) dei sindaci e del presidente del collegio sindacale o del soggetto incaricato di effettuare la revisione legale dei conti;*
- 4) le modificazioni dell'atto costitutivo;*

⁴⁷ Art. 2479 Codice Civile. (Decisioni dei soci)

5) la decisione di compiere operazioni che comportano una sostanziale modificazione dell'oggetto sociale determinato nell'atto costitutivo o una rilevante modificazione dei diritti dei soci.”

Quindi la particolarità è che oltre alle competenze normalmente lasciate ai soci si possano riservare, tramite apposita indicazione nello statuto o ogni qual volta tanti soci che rappresentano almeno un terzo del capitale sociale, altri specifici argomenti da sottoporre alla loro approvazione.

Nelle S.r.l. gli amministratori verranno scelti tra i soci e nello statuto potranno esserci modifiche rispetto a questo assetto iniziale.

Nelle S.p.A. di ridotte dimensioni sarà normale vedere soci impegnati nell'amministrazione, ma crescendo, sarà normale trovare soggetti terzi esterni nel ruolo di amministratori.

Modalità di Assunzione delle Decisioni

Nella **S.p.A.** abbiamo l'assemblea che prenderà decisioni assembleari (necessariamente con il metodo assembleare, ordinaria o straordinaria a seconda dell'ordine del giorno) oppure un amministratore unico (monocratico) o un consiglio di amministrazione (collegiale) che prenderà decisioni di carattere gestorio.

Nelle s.p.a., il Consiglio di amministrazione potrà prendere le decisioni esclusivamente tramite il sistema collegiale, ovvero le decisioni verranno adottate non in via individuale da parte di ciascun amministratore, ma collegialmente, a seguito di un confronto tra le idee e le opinioni di ciascun membro durante apposite riunioni fisiche.

Le decisioni verranno quindi prese attraverso votazioni a maggioranza, dove prevarrà l'opinione che avrà ottenuto il maggior numero di voti tra i presenti, garantendo così un processo decisionale democratico e condiviso.

Nelle **S.r.l.** è possibile che vi sia un amministratore unico (anche a tempo indeterminato, a differenza della S.p.A. in cui vi è inderogabilmente un mandato di massimo 3 anni) o un consiglio di amministrazione, a seconda delle decisioni prese nell'atto costitutivo.

Le modalità di assunzione delle decisioni gestorie possono essere scelte anche nei modelli propri delle società di persone, con la possibilità di abbandonare il sistema collegiale del consiglio di amministrazione in favore di un modello basato sull'amministrazione congiuntiva⁴⁸ (in cui è necessario il consenso di tutti i soci amministratori per il compimento delle operazioni sociali) oppure sull'amministrazione disgiuntiva (in cui ogni singolo amministratore può prendere in autonomia una decisione gestoria indipendentemente dal volere degli altri, a cui spetterà solo il diritto di veto prima che l'atto sia compiuto e, in caso di disaccordo, rimettere la decisione ai soci che delibereranno a maggioranza).

L'autonomia delle parti, secondo quanto stabilito nell'atto costitutivo, può prevedere che i soci non prendano più le decisioni di loro competenza con il metodo assembleare (obbligatorio per le delibere riguardanti modifiche dell'atto costitutivo che comporta la convocazione, l'ordine del giorno, l'adunanza in un luogo e tempo stabilito, la discussione e poi l'assunzione della decisione a maggioranza), ma si può stabilire che le decisioni dei soci vengano prese tramite la consultazione scritta o il consenso espresso per iscritto (l'unico limite imposto dalla legge è che partecipi alle decisioni almeno il 50% del capitale).

⁴⁸ Articolo 2258 Codice Civile, Amministrazione Congiuntiva

Resta tuttavia salva la possibilità che 1/3 del capitale o un amministratore chieda che la decisione venga presa tramite il metodo assembleare.

Regime di Circolazione delle Azioni/Quote

Nelle S.p.A. vige la libera trasferibilità delle azioni, escludibile solo per 5 anni dalla costituzione della società, oppure limitabile (solo per le società non quotate) tramite clausole di prelazione, di godimento o di riscatto, se previste nello statuto.

Per quanto riguarda il regime di circolazione delle quote, la regola generale è quella della libera trasferibilità (vi è stata l'abolizione del libro soci, preferendo il passaggio da un notaio), derogabile in base a decisioni statutarie come previsto nella S.p.A., ma può anche essere completamente esclusa, senza limiti di tempo.

Recesso ed Esclusione

Nella S.r.l. sono state ampliate le possibilità di recesso ed è stata introdotta la possibilità di prevedere, sempre tramite l'atto costitutivo, l'esclusione, avvicinandole molto alle società di persone.

Per quanto riguarda le S.p.A., non è mai possibile un recesso libero, ma solo dei recessi imperativi non cancellabili o altre cause previste dall'atto costitutivo.

Nelle S.r.l. può essere prevista la possibilità di esercitare l'azione di recesso liberamente, senza alcuna ragione, con il solo limite di esercitarlo con un determinato preavviso (180 giorni). La ragione di questo ampliamento è da ricercarsi nelle difficoltà che il socio di minoranza può avere nel disinvestire la propria quota.

Nelle S.r.l., a differenza che nelle S.p.A., è stato previsto inoltre lo scioglimento parziale, limitatamente a un socio della partecipazione, a carattere sanzionatorio, ovvero l'esclusione esercitabile quando vi è un comportamento scorretto da parte di un socio, tra le fattispecie regolamentate nello statuto.

Designazione delle Quote con Carattere Personalistico

Le **azioni** sono lo strumento di partecipazione al capitale sociale delle società per azioni (S.p.A.). Esse rappresentano frazioni standardizzate e uguali del capitale sociale della società, ed ogni azione dà al possessore determinati diritti, come il diritto di voto in assemblea e la partecipazione agli utili.

Quindi le azioni della spa hanno un contenuto standardizzato e anche quando prevedono diritti diversi rispetto all'azione ordinaria sono comunque diritti collegati al tipo di azione e chiunque detenga l'azione godrà dei diritti ad essa imputati.

Le **quote** rappresentano, invece, la partecipazione al capitale sociale delle società a responsabilità limitata (S.r.l.). A differenza delle azioni, le quote non sono standardizzate o divisibili in unità uguali e non sono rappresentate da titoli.

Ogni socio può detenere una quota di capitale diversa, non necessariamente divisibile in frazioni uguali. La partecipazione al capitale sociale è determinata in base alla quota conferita al momento della costituzione della società o successivamente.

Nella srl è possibile personalizzare i diritti collegati a una quota. L'articolo ⁴⁹2468 comma terzo dice che l'atto costitutivo può prevedere l'attribuzione a singoli soci diritti particolari riguardanti l'amministrazione della società o la distribuzione

⁴⁹ Articolo 2468 Codice civile, Quote di partecipazione. Brocardi.it

degli utili. Nel caso in cui il titolare della quota ceda la quota, quel diritto non esiste più.

Quindi si dice che le quote hanno carattere personalistico in quanto ogni quota è potenzialmente differente dall'altra della stessa società, in quanto i diritti vengono attribuiti più che alla quota alla persona titolare della quota.

Possibilità di Imputare a Capitale Opere e Servizi

La formazione del patrimonio della spa deve essere trasparente e il suo patrimonio deve avere una valorizzazione chiara e certa (certezza assoluta di patrimonio e capitale).

Per raggiungere questi obiettivi, si esclude la possibilità di conferire beni che non danno questa certezza ma sottopone a regole rigide il conferimento di beni diversi dal denaro.

È escluso ad esempio il conferimento di opere e servizi da parte del socio. Al massimo, questi possono essere apportati alla spa a fronte di un'emissione di strumenti finanziari partecipativi ma non di azioni.

Nella S.r.l., invece, in parte, si vuole consentire il conferimento di opere e servizi. Tuttavia, anche in questo caso, serve un certo grado di certezza per il credito in quanto essendo una società di capitali ha responsabilità limitata.

Mentre i conflitti tra soci possono essere gestiti tramite accordi contrattuali, quelli tra soci e creditori sono più difficili da affrontare in questo modo. Se i creditori percepiscono il patrimonio della società come troppo incerto, potrebbero scegliere di non intraprendere alcun rapporto con essa, portando così a un fallimento del mercato.

Quindi, il legislatore permette questo tipo di conferimento solo se assistito da una polizza assicurativa fideiussoria o da una fideiussione bancaria che garantisca il

valore in modo che, qualora diventi impossibile in futuro realizzare il conferimento da parte del socio, la società dovrà riscuotere il valore attraverso la garanzia della fideiussione o della polizza.

Questa soluzione ha il vantaggio di garantire il valore del conferimento ma lo svantaggio che di fatto ha reso impraticabile il conferimento di opere e servizi perché com'è difficile per la società stimare il conferimento di una prestazione professionale, lo è anche per la banca e per le assicurazioni.

Per questo è difficile trovare un intermediario che presti una polizza a fronte di una prestazione professionale incerta, a meno che lo stesso socio non si impegni a versare fondi a garanzia ma se può fare questo, allora può versare il conferimento.

Gli unici casi che hanno previsto il trasferimento di opere o servizi sono stati i casi in cui il socio si è ripromesso di costruire un determinato immobile.

Modelli Organizzativi

Una delle principali differenze tra le società a responsabilità limitata (s.r.l.) e le società per azioni (s.p.a.) riguarda l'organizzazione interna e la struttura decisionale.

Le s.p.a., per esempio, sono caratterizzate da una struttura corporativa rigida, in cui diversi organi non possono derogare dai loro compiti specifici. Esse devono obbligatoriamente scegliere uno dei tre modelli organizzativi previsti:

1. **Modello tradizionale:** basato su un consiglio di amministrazione, un'assemblea dei soci e un collegio sindacale (quest'ultimo facoltativo per

le piccole imprese), che può svolgere anche il compito di revisione legale ei conti.

2. **Modello dualistico (tedesco):** prevede la presenza di un'assemblea che elegge un consiglio di sorveglianza, il quale a sua volta nomina un consiglio di gestione. Questo modello separa la funzione di supervisione dalla gestione operativa, garantendo che la revisione legale dei conti sia affidata a un revisore legale esterno, non all'organo di controllo interno.
3. **Modello monistico (anglosassone):** in questo caso, l'assemblea nomina direttamente un consiglio di amministrazione, che include un comitato interno per il controllo. L'obiettivo è facilitare la comunicazione e la collaborazione tra gestori e controllanti. Anche qui, la revisione legale dei conti è eseguita da un revisore legale esterno, non dal comitato interno di controllo.

2.4 Possibilità di ricorrere al pubblico risparmio

Le S.p.A. hanno la facoltà di emettere azioni e obbligazioni che possono essere offerte al pubblico, consentendo così di raccogliere capitali da investitori esterni attraverso l'acquisto diretto di strumenti finanziari.

Le S.r.l., al contrario, hanno delle restrizioni significative nella loro capacità di raccogliere fondi dal pubblico. Non possono emettere quote quotate in borsa né offrire obbligazioni al pubblico in generale.

Tuttavia, la normativa delle S.r.l., con il passare del tempo, si è molto complicata e anche questo aspetto della sollecitazione al pubblico risparmio è stato ampliato, dando la possibilità a queste società di effettuare la raccolta di capitali in maniera simile a quanto avviene per le società per azioni, ma attraverso piattaforme specifiche che saranno successivamente discusse in questa tesi.

L'articolo 2468 del Codice civile stabilisce che le quote di partecipazione in una S.r.l. non possono essere rappresentate da azioni e non possono essere oggetto di sollecitazione del pubblico risparmio.

Questo divieto è una delle caratteristiche distintive tra le S.r.l. e le S.p.A., poiché limita le modalità di raccolta di capitale delle S.r.l. alle fonti private, evitando la dispersione delle quote tra un ampio pubblico di investitori.

A tal proposito infatti l'articolo 2468⁵⁰, comma 1, recita:

"Le partecipazioni dei soci non possono essere rappresentate da azioni né costituire oggetto di sollecitazione all'investimento."

Questa norma tutela i soci delle S.r.l. e ne garantisce un controllo più diretto e stabile sulla società, evitando le dinamiche tipiche delle società quotate in borsa.

Successivamente è stata aggiunta una deroga (con l'art 100-ter, comma 1-bis) all'articolo 2468 che attualmente recita:⁵¹:

Il D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, come modificato dal D.Lgs. 10 marzo 2023, n. 30, ha disposto (con l'art. 100-ter, comma 1) che "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".

⁵⁰ Articolo 2468 Codice civile, Quote di partecipazione.

⁵¹ Articolo 100 ter Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, offerte di crowdfunding, Brocardi.it

Già da qui iniziamo a notare come la disciplina delle società a responsabilità limitata è andata man mano complicandosi.

CAPITOLO III

GLI STATUTI SPECIALI PER START UP – PMI

3.1 I Decreti sviluppo

Come già detto nel precedente capitolo, la disciplina della società a responsabilità limitata (S.r.l.) si distingue per la sua articolazione e complessità.

Inizialmente, essa era profondamente legata alla società per azioni (S.p.A.), con numerosi rimandi e similitudini, salvo poche eccezioni come il capitale suddiviso in quote che non potevano essere offerte al pubblico.

Questo modello, più chiuso rispetto alla S.p.A., ha subito un'importante trasformazione grazie alla riforma del 2003. La riforma del 2003 ha rappresentato una svolta significativa per le S.r.l., incentivando gli investimenti e rendendo il quadro normativo più complesso con successive modifiche.

Questo intervento legislativo ha mirato a modernizzare e semplificare le norme, rendendo le S.r.l. più flessibili e adattabili alle esigenze degli imprenditori. Tuttavia, l'evoluzione normativa non si è fermata qui.

Dal 2012, con l'introduzione dei **Decreti Sviluppo**, sono state implementate misure per favorire la crescita di start-up e imprese innovative.

Questi decreti, emanati in un contesto di crisi economica globale, avevano l'obiettivo di *stimolare la nascita di nuove iniziative economiche*, permettendo la costituzione di società di capitali flessibili e ben strutturate, adeguandosi alla legislazione europea.

In questo contesto, i primi Decreti Sviluppo che hanno cercato di armonizzare la normativa italiana con quella europea sono stati quelli che hanno sancito la nascita delle **SRLS** e **SRLCR**.

L'unificazione degli ordinamenti europei è stata guidata dal **mercato unico europeo**, basato sulla libera circolazione dei capitali e delle merci, sulla libera concorrenza e sulla libertà di stabilimento.

Questo principio fondamentale permette a qualsiasi soggetto di stabilire la propria attività economica all'interno dell'Unione Europea e di operare nel mercato unico senza ulteriori costi rappresentati da dazi o barriere tariffarie.

Tale armonizzazione normativa ha richiesto agli Stati membri di adattare le proprie legislazioni interne per facilitare l'integrazione economica.

Non si parla di un unico insieme ordinato di norme, ma di un insieme di interventi normativi che, dal 2012 al 2017, hanno riguardato l'impresa e, in particolare, gli assetti organizzativi e funzionali delle società di capitali disponibili sul piano legale per le attività economiche.

Questi interventi, nel contesto del governo Monti, con Corrado Passera al Ministero dello Sviluppo Economico, sono stati una risposta alla crisi del debito sovrano del 2011. Le finalità principali erano potenziare e attivare fattori quali il mercato, la concorrenza e la competitività, favorendo l'avvio e lo sviluppo delle imprese italiane tramite facilitazioni nella raccolta di risorse finanziarie alternative al canale bancario.

Gli strumenti utilizzati prevedevano una serie di **deroghe ed esenzioni** dalla disciplina comune delle società di capitali, costituendo un unicum a livello comunitario. Non si trattava di introdurre nuovi tipi di società, ma di permettere deroghe significative nell'ambito dei tipi societari esistenti. Questo approccio mirava a ridurre i costi e aumentare la capacità di attrarre risorse e capitali tramite l'introduzione dei modelli di S.r.l. semplificate e a capitale ridotto.

Dal 2012, si è introdotta la possibilità per le start-up innovative di costituirsi anche senza la forma dell'atto pubblico, quindi senza l'intervento di un notaio,

utilizzando un atto costitutivo standardizzato predisposto dal MEF e dal MISE e firmandolo in forma digitale.

Questo meccanismo è stato pensato sia per abbattere i costi sia per accorciare l'iter necessario per iscrivere una società al registro delle imprese.

La disciplina delle start-up innovative e delle PMI innovative, con questi obiettivi e strumenti, è arrivata a implementare uno **statuto speciale** che introduce modifiche significative rispetto alla disciplina comune delle S.p.A. e, soprattutto, delle S.r.l. Questo statuto speciale richiede che l'oggetto sociale delle start-up sia incentrato su tecnologia e innovazione.

Inoltre, la legge prevede la presenza di giovani in possesso di laurea o dottorato di ricerca, affrontando anche il problema della disoccupazione giovanile, e richiede che una quota dei ricavi sia destinata all'investimento in spese di ricerca e sviluppo, oltre al requisito di nuova costituzione.

In sintesi, la disciplina della S.r.l. ha subito profonde trasformazioni nel corso degli anni, passando da un modello strettamente legato alla S.p.A. a una struttura normativa complessa e dinamica, capace di adattarsi alle esigenze del mercato e alle direttive europee. Questo percorso evolutivo ha reso le S.r.l. uno strumento sempre più flessibile e versatile per gli imprenditori italiani, capace di rispondere alle sfide del contesto economico globale.

3.2 Società a responsabilità limitata semplificate e a capitale ridotto

I primi Decreti Sviluppo che hanno cercato di armonizzare la normativa italiana con quella europea sono stati quelli che hanno sancito la nascita delle Società a

Responsabilità Limitata a Capitale Ridotto (SRLCR) e delle Società a Responsabilità Limitata Semplificata (SRLS).

Questi decreti hanno rappresentato un passo importante nella modernizzazione del diritto societario italiano, avvicinando le normative nazionali agli standard europei e promuovendo la competitività delle imprese italiane.

La SRLCR è stata introdotta con il Decreto-legge 22 giugno 2012, n. 83,⁵² convertito con modificazioni dalla Legge 7 agosto 2012, n. 134.

Questa tipologia di società consentiva la costituzione di una S.r.l. con un capitale sociale minimo inferiore ai 10.000 euro previsti per le S.r.l. ordinarie, ma comunque superiore a 1 euro.

Le caratteristiche principali della SRLCR includevano un capitale sociale compreso tra 1 e 9.999 euro, destinato a soggetti con età superiore ai 35 anni. La costituzione della SRLCR doveva avvenire mediante atto pubblico, garantendo così una maggiore formalità e sicurezza giuridica.

Inoltre, vi era l'obbligo di accantonare una somma a riserva legale pari a un quinto degli utili netti fino al raggiungimento del capitale sociale minimo previsto per le S.r.l. ordinarie. Questo obbligo aveva lo scopo di assicurare una maggiore solidità finanziaria alla società, proteggendo così i creditori.

La SRLS, invece, è stata introdotta con il Decreto-legge 24 gennaio 2012, n. 1⁵³, convertito con modificazioni dalla Legge 24 marzo 2012, n. 27.

Questa società è stata ideata per facilitare l'accesso all'imprenditoria per i giovani imprenditori, offrendo una **procedura di costituzione semplificata e costi ridotti**.

⁵² TESTO COORDINATO DEL DECRETO-LEGGE 22 giugno 2012, n. 83 articolo 44, Gazzetta ufficiale della Repubblica Italiana

⁵³ DECRETO-LEGGE 24 gennaio 2012, n. 1 articolo 3. Normattiva.it

Le caratteristiche principali della SRLS includevano un capitale sociale compreso tra 1 e 9.999 euro, destinato inizialmente a soggetti con età inferiore ai 35 anni, anche se questo limite è stato poi rimosso per ampliarne l'accessibilità. La costituzione della SRLS poteva avvenire mediante atto pubblico o scrittura privata autenticata, rendendo il processo più flessibile e meno oneroso. Un ulteriore vantaggio della SRLS, che era ciò che infine la differenziava maggiormente dalla SRLCR, **era l'utilizzo di un modello standard di statuto** predisposto dal Ministero della Giustizia, che permetteva di abbattere notevolmente i costi di costituzione e sviluppo della società.

Con il Decreto-legge 28 giugno 2013, n. 76⁵⁴, convertito con modificazioni dalla Legge 9 agosto 2013, n. 99, **le SRLCR e le SRLS sono state unificate** in un'unica forma societaria, la SRLS. Questa unificazione è stata motivata dalla volontà di semplificare ulteriormente il quadro normativo e di evitare la confusione derivante dalla presenza di due tipologie di società con caratteristiche molto simili.

L'obiettivo principale era rendere il sistema più chiaro e accessibile per gli imprenditori, eliminando le sovrapposizioni e le incertezze che potevano derivare dalla coesistenza di due modelli quasi identici.

Le motivazioni dell'unificazione includevano diversi aspetti chiave. In primo luogo, la **semplificazione normativa**, che mirava a ridurre la complessità del quadro legislativo eliminando la distinzione tra SRLCR e SRLS.

In secondo luogo, la **facilitazione dell'accesso all'imprenditoria**, consentendo a tutti gli imprenditori, indipendentemente dall'età, di costituire una società con capitale ridotto e procedure semplificate.

⁵⁴ DECRETO-LEGGE 28 giugno 2013, n. 76 Articolo 9 comma 15

Infine, la **coerenza e uniformità**, creando una forma societaria unica e chiara, eliminando le differenze che potevano creare incertezze tra gli imprenditori.

L'unificazione delle SRLCR e SRLS in un'unica SRLS ha rappresentato un passo significativo verso la semplificazione e l'accessibilità del sistema imprenditoriale italiano. La nuova SRLS mantiene le caratteristiche principali di entrambe le forme originarie, con l'obiettivo di rendere più agevole l'avvio di nuove attività imprenditoriali e favorire la crescita economica. Questo nuovo modello societario offre agli imprenditori una soluzione flessibile e meno costosa, promuovendo così lo sviluppo di un ambiente economico più dinamico e innovativo.

3.3 Start up innovative

La possibilità di creare società con un capitale ridotto e di usufruire di determinate semplificazioni e riduzioni dei costi ha rappresentato solo l'inizio di una complessa evoluzione normativa.

Successivamente, infatti, si è assistito a un'importante complicazione con l'introduzione delle definizioni di start-up innovativa e di piccola media impresa innovativa.

Con i decreti sviluppo successivi, *sempre a partire dal 2012, è stata concessa alle società che possedevano i requisiti per essere classificate come start-up innovative la facoltà di derogare a una serie di norme tradizionali delle società a responsabilità limitata.*

Sebbene l'intento fosse quello di avvicinare ulteriormente la normativa delle S.r.l. a quella delle S.p.A. e di creare un quadro normativo più flessibile, in realtà **ciò ha complicato notevolmente la situazione normativa.**

Innanzitutto, prima di andare a capire quali caratteristiche tipiche della S.r.l. sono state derogate dobbiamo chiarire la definizione di start up innovative:

*“L’impresa start-up innovativa (art. 25 d.l. n. 179/2012)⁵⁵ è la 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**, di nuova costituzione, che non sia stata costituita da una fusione, scissione societaria o a seguito di cessione di azienda o di ramo di azienda, e che sia residente in Italia, o in uno degli Stati membri dell’Unione europea, purché abbia una sede produttiva o una filiale in Italia.*

*Una società il cui **totale del valore della produzione annua**, così come risultante dall’ultimo bilancio approvato entro sei mesi dalla chiusura dell’esercizio, a partire dal secondo anno di attività, **non sia superiore a 5 milioni di euro**; che **non distribuisca e non abbia distribuito utili**; che abbia, quale **oggetto sociale esclusivo o prevalente**, lo sviluppo, la produzione e la commercializzazione di prodotti o servizi innovativi ad **alto valore tecnologico**; che possieda, infine, almeno uno dei seguenti ulteriori requisiti:*

- 1. **Le spese in ricerca e sviluppo** siano uguali o superiori al 15% del maggiore valore fra costo e valore totale della produzione della start-up innovativa;*

⁵⁵ DECRETO-LEGGE 18 ottobre 2012, n. 179 articolo 25

2. *Impiego come dipendenti o collaboratori a qualsiasi titolo, in percentuale uguale o superiore al terzo della forza lavoro complessiva, di **personale in possesso di titolo di dottorato di ricerca** o che sta svolgendo un dottorato di ricerca presso un'università italiana o straniera, oppure in possesso di laurea e che abbia svolto, da almeno tre anni, attività di ricerca certificata presso istituti di ricerca pubblici o privati;*
3. *Sia **titolare o depositaria o licenziataria di almeno una privativa industriale** relativa a un'invenzione industriale, biotecnologica, a una topografia di prodotto a semiconduttori o a una nuova varietà vegetale.”*

Questa condizione era quindi destinata a essere **temporanea**, poiché le start-up innovative erano destinate a crescere e, entro un periodo *di cinque anni* dalla loro costituzione (inizialmente quattro anni), avrebbero dovuto conformarsi ai requisiti degli altri tipi di società previsti dalla legge.

In fase iniziale, *alle società che presentavano le caratteristiche di start-up innovative è stata concessa la possibilità di derogare alcune norme tipiche* delle società a responsabilità limitata.

Queste deroghe erano previste dall'importante articolo 26 del decreto legislativo numero 179 del 2012:

“1. Nelle start-up innovative il termine entro il quale la perdita deve risultare diminuita a meno di un terzo stabilito dagli articoli 2446, comma secondo, e 2482-bis, comma quarto, del Codice civile, è posticipato al secondo esercizio successivo.

Nelle start-up innovative che si trovino nelle ipotesi previste dagli articoli 2447 o 2482-ter del Codice civile l'assemblea convocata senza indugio dagli amministratori, in alternativa all'immediata riduzione del capitale e al contemporaneo aumento del medesimo a una cifra non inferiore al minimo legale, può deliberare di rinviare tali decisioni alla chiusura dell'esercizio successivo. Fino alla chiusura di tale esercizio non opera la causa di scioglimento della società per riduzione o perdita del capitale sociale di cui agli articoli 2484, primo comma, punto n. 4), e 2545-duodecies del Codice civile. Se entro l'esercizio successivo il capitale non risulta reintegrato al di sopra del minimo legale, l'assemblea che approva il bilancio di tale esercizio deve deliberare ai sensi degli articoli 2447 o 2482-ter del Codice civile.

*2. L'atto costitutivo della **start-up innovativa** costituita in 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'articolo 2468, commi secondo e terzo, del Codice civile.*

3. L'atto costitutivo della società di cui al comma 2, anche in deroga all'articolo 2479, quinto comma, del Codice civile, può creare categorie di quote che non attribuiscono diritti di voto o che attribuiscono al socio diritti di voto in misura

non proporzionale alla partecipazione da questi detenuta ovvero diritti di voto limitati a particolari argomenti o subordinati al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative.

4. Alle start-up innovative di cui all'articolo 25 comma 2, non si applica la disciplina prevista per le società di cui all'articolo 30 della legge 23 dicembre 1994, n. 724, e all'articolo 2, commi da 36-decies a 36-duodecies del decreto-legge 13 agosto 2011, n. 138, convertito, con modificazioni, dalla legge 14 settembre 2011, n. 148.

5. In deroga a quanto previsto dall'articolo 2468, comma primo, del Codice civile, le quote di partecipazione in start up innovative 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 di cui all'articolo 30 del presente decreto, nei limiti previsti dalle leggi speciali.

6. Nelle Start up innovative costituite in forma di società a responsabilità limitata, il divieto di operazioni sulle proprie partecipazioni stabilito dall'articolo 2474 del Codice civile 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 amministrativo, prestatori di opera e servizi anche professionali.

7. L'atto costitutivo delle società di cui all'articolo 25, comma 2, e degli incubatori certificati di cui all'articolo 25 comma 5 può altresì prevedere, a seguito dell'apporto da parte dei soci o di terzi anche di opera o servizi, l'emissione di strumenti finanziari forniti di diritti patrimoniali o anche di diritti

amministrativi, escluso il voto nelle decisioni dei soci ai sensi degli articoli 2479 e 2479-bis del Codice civile.

8. La start-up innovativa e l'incubatore certificato dal momento della loro iscrizione nella sezione speciale del registro delle imprese di cui all'articolo 25 comma 8, sono esonerati dal pagamento dell'imposta di bollo e dei diritti di segreteria dovuti per gli adempimenti relativi alle iscrizioni nel registro delle imprese, nonché dal pagamento del diritto annuale dovuto in favore delle camere di commercio. L'esenzione è dipendente dal mantenimento dei requisiti previsti dalla legge per l'acquisizione della qualifica di start-up innovativa e di incubatore certificato e dura, comunque, non oltre il quinto anno di iscrizione. L'atto costitutivo della start-up innovativa, costituita ai sensi dell'articolo 4, comma 10-bis, del decreto-legge 24 gennaio 2015, n. 3, convertito, con modificazioni, dalla

legge 24 marzo 2015, n. 33, nonché di quella costituita con atto pubblico, in caso di contestuale iscrizione nella citata sezione speciale di cui all'articolo 25, comma 8, è esente dal pagamento delle imposte di bollo e dei diritti di segreteria.”

Quindi fondamentalmente possiamo suddividere in tre punti i principali cambiamenti a cui ha portato questo decreto inizialmente riferito alle start-up innovative.

- **Divieto di standardizzazione delle quote**

La società per azioni (S.p.A.) ha il proprio capitale sociale diviso in azioni, che rappresentano la frazione minima standardizzata del capitale e costituiscono l'unità minima di capitale di ogni socio. Questa divisione avviene secondo un **criterio matematico** ben definito, che garantisce una certa uniformità e standardizzazione nella gestione del capitale sociale. Ogni azione rappresenta una parte uguale del capitale sociale, facilitando così la comprensione e la trasparenza delle partecipazioni all'interno della società. *La natura delle azioni rende il capitale della S.p.A. facilmente divisibile e trasferibile*, favorendo la liquidità e l'accesso ai mercati finanziari.

Nelle società a responsabilità limitata (S.r.l.), invece, la suddivisione delle quote avviene secondo **una ripartizione personale**.

In questo caso, ogni socio possiede una sola quota con diritti proporzionali rispetto alla quota di capitale sociale apportata, salvo deroghe specifiche alla disciplina stabilita dallo statuto sociale. Pertanto, *non esiste un'unità minima di partecipazione*, poiché non c'è una standardizzazione delle quote. Questo

approccio più flessibile consente una maggiore personalizzazione dei rapporti tra i soci e una gestione più diretta e meno formalizzata rispetto alle S.p.A.

La standardizzazione delle azioni nelle S.p.A. consente, secondo quanto prescritto all'art. 2348 c.2 del Codice civile⁵⁶, di creare diverse categorie di azioni che differiscono tra loro sulla base di privilegi patrimoniali (ad esempio, postergazione delle perdite) o amministrativi (riduzione o aumento del diritto di voto).

Questa possibilità di diversificare le categorie di azioni permette alle S.p.A. di rispondere meglio alle esigenze specifiche dei vari investitori, offrendo strumenti finanziari che possono soddisfare diverse strategie di investimento e di gestione del rischio.

Tutte le azioni appartenenti alla stessa categoria devono essere uguali tra loro, indipendentemente da chi ne è titolare, garantendo così i diritti ad quotam e una gestione equa e trasparente delle partecipazioni.

Nelle S.r.l., storicamente, vigeva il divieto di creare categorie di quote; si parlava invece di diritti particolari dei soci, legati alle persone specifiche. Questo significava che i diritti cadevano con il cambio del titolare, limitando la flessibilità nella gestione delle partecipazioni. Tuttavia, recentemente, questo divieto è stato superato, permettendo anche alle S.r.l. di creare categorie di quote.

Questa evoluzione normativa ha introdotto una maggiore versatilità nella gestione delle S.r.l., avvicinandole in parte alle caratteristiche delle S.p.A.

La standardizzazione delle quote serve a favorire la circolazione delle stesse, rendendo più agevole il trasferimento delle partecipazioni e la gestione dinamica delle quote societarie.

⁵⁶ Articolo 2348 Codice Civile, Categorie di azioni

Questi cambiamenti normativi hanno portato a un'evoluzione significativa nel panorama societario italiano, offrendo agli imprenditori e agli investitori un'ampia gamma di strumenti per gestire e finanziare le proprie attività.

- **Divieto di operazioni su proprie partecipazioni sociali**

Nelle società per azioni, con piccole differenze tra S.p.A. chiuse, aperte e quotate, è possibile che la società acquisti azioni proprie su mercati secondari regolamentati o privati, ma non le sottoscriva dal mercato primario. Questo significa che la *società può comprare le sue stesse azioni da altri azionisti, ma non può emetterle ex novo.*

Le azioni che vengono acquistate devono essere già sottoscritte da altri soci e interamente liberate, ossia devono essere state interamente pagate dagli azionisti precedenti.

Questa manovra viene tipicamente attuata per diversi motivi strategici: per regolarizzare i corsi di borsa e sostenere il prezzo delle azioni, come manovra difensiva per sottrarre voti al mercato (sospendendo il diritto di voto connesso alle azioni proprie acquistate), oppure come investimento in un momento di crisi, con l'obiettivo di rivenderle in futuro per ottenere una plusvalenza.

L'acquisto di azioni proprie da parte della società è una pratica regolata da normative precise per evitare abusi e garantire la trasparenza del mercato.

Ad esempio, in molte giurisdizioni, *una società non può acquistare più di una certa percentuale del proprio capitale sociale* e deve disporre di riserve disponibili sufficienti per coprire l'operazione. Inoltre, l'acquisto di azioni proprie può avere un impatto significativo sulla struttura del capitale della società, riducendo il numero di azioni in circolazione e potenzialmente aumentando il valore delle rimanenti.

Per quanto riguarda le società a responsabilità limitata (S.r.l.), questa azione era espressamente vietata. In passato, le S.r.l. non potevano acquistare le proprie quote, una restrizione che rifletteva la loro natura meno flessibile e meno orientata al mercato rispetto alle S.p.A. Nelle S.p.A., ad esempio, in caso di recesso di un socio, la società poteva acquistare le azioni del socio recedente per evitare che queste venissero vendute a terzi non desiderati, mentre nel caso di una S.r.l., la società poteva solo liquidare la quota di partecipazione, pagando al socio recedente il valore della sua quota.

Dal 2012, tuttavia, è stata introdotta una significativa novità per quanto riguarda le start-up innovative.

Tutte le start-up innovative possono operare sulle proprie quote, 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 amministrativo, prestatori di opera e servizi anche professionali.

Questo cambiamento normativo è stato introdotto per incentivare la crescita delle start-up innovative, permettendo loro di utilizzare le proprie quote come strumento di incentivazione per attrarre e trattenere talenti. I piani di incentivazione basati su quote di partecipazione possono includere stock options o altre forme di compensazione che allineano gli interessi dei dipendenti e dei collaboratori con quelli della società, promuovendo così lo sviluppo e il successo dell'impresa.

Questi sviluppi riflettono una crescente attenzione legislativa verso la flessibilità e l'innovazione nel panorama imprenditoriale, riconoscendo l'importanza delle nuove forme di impresa e la necessità di strumenti giuridici adeguati a sostenere la loro crescita. L'evoluzione normativa in questo ambito continua a essere un elemento chiave per favorire un ambiente economico dinamico e competitivo.

- **Divieto di sollecitazione al risparmio nella sottoscrizione di capitale di rischio**

Nelle Società per Azioni (S.p.A.), la sollecitazione al risparmio è una prassi consentita con varie differenze comportate dalla disciplina modulare, inclusa la possibilità di formulare un'offerta pubblica a un pubblico indiscriminato di soggetti, anche completamente estranei al gruppo di controllo.

Per Offerta Pubblica di Acquisto (di seguito OPA) si intende ogni offerta, invito ad offrire o messaggio promozionale finalizzato all'acquisto in denaro di prodotti finanziari. Qualora l'acquisto venga realizzato consegnando, a titolo di corrispettivo, altri prodotti finanziari, l'offerta pubblica viene definita di scambio.

Il soggetto che lancia un'offerta pubblica di acquisto o di scambio deve effettuare preventivamente un'apposita comunicazione alla Consob (l'Autorità indipendente che vigila sui mercati italiani) allegando un documento, destinato alla successiva pubblicazione, contenente le informazioni necessarie per consentire al pubblico di formarsi un giudizio sull'OPA stessa.

Questa flessibilità consente alle S.p.A. di attrarre capitali da un'ampia base di investitori, facilitando la raccolta di fondi necessari per finanziare progetti di crescita e sviluppo.

Una S.p.A. aperta si definisce tale quando ricorre al mercato del capitale di rischio e ha un numero di soci superiore a 500, che detengono almeno il 5% delle azioni. Se una S.p.A. aperta cresce ulteriormente e le sue azioni vengono negoziate su un mercato regolamentato, essa diventa una S.p.A. quotata. Questo status comporta assetti organizzativi sempre più rigidi, una maggiore trasparenza e una serie di obblighi informativi nei confronti del mercato,

finalizzati a tutelare gli investitori e garantire il corretto funzionamento del mercato stesso.

Con l'introduzione degli statuti speciali **per le Società a Responsabilità Limitata (S.r.l.) nel 2012, si è verificata una svolta significativa.**

Questo divieto di sollecitazione al risparmio è venuto meno, permettendo alle S.r.l. di raccogliere sia capitale di debito che di rischio tramite offerte al pubblico, regolamentate dall'articolo ⁵⁷93 del Testo Unico della Finanza (TUF) e su piattaforme di crowdfunding. Questa novità normativa ha rivoluzionato il modo in cui le S.r.l. possono finanziarsi, aprendo nuove opportunità per accedere a capitali.

Il crowdfunding, in particolare, ha aperto nuove opportunità per le S.r.l., consentendo loro di accedere a una vasta platea di piccoli investitori, che possono contribuire anche con modeste somme di denaro.

Questo ha favorito la *democratizzazione dell'investimento*, rendendo possibile la partecipazione di un numero maggiore di persone al finanziamento di imprese innovative e di piccole dimensioni. Le piattaforme di crowdfunding hanno permesso alle S.r.l. di avvicinarsi a un pubblico di investitori più ampio e diversificato, riducendo la dipendenza dai tradizionali canali bancari e finanziari.

Prima del 2012, era già possibile per le S.r.l. emettere **titoli di debito**, destinati solo a investitori professionali, quali banche o intermediari finanziari, e alla circolazione tra queste categorie. I titoli di debito potevano essere collocati presso un pubblico retail, ma l'intermediario finanziario doveva rispondere

⁵⁷ Articolo 93. TUF, Definizione di controllo

dell'eventuale insolvenza dell'impresa, a tutela del pubblico risparmio. Questo era dovuto alla natura chiusa e poco trasparente degli assetti organizzativi delle S.r.l. dell'epoca, che rendeva necessaria una protezione aggiuntiva per gli investitori meno esperti.

Con l'introduzione degli statuti speciali, si mette in discussione la tradizionale giustapposizione tra autonomia privata e apertura al risparmio diffuso. La possibilità per le S.r.l. di raccogliere capitali tramite offerte pubbliche ha infatti favorito una maggiore integrazione con il mercato dei capitali, ampliando le fonti di finanziamento disponibili e incentivando la crescita e l'innovazione. *Questo cambiamento ha comportato una serie di riflessioni sulle implicazioni giuridiche ed economiche della maggiore apertura delle S.r.l. al mercato del capitale di rischio.*

In particolare, si è discusso sull'adeguatezza delle norme di tutela degli investitori, sulle modalità di governance delle S.r.l. che decidono di ricorrere a queste forme di finanziamento e sulle potenziali conseguenze in termini di trasparenza e responsabilità.

L'evoluzione normativa ha cercato di bilanciare l'esigenza di favorire l'accesso al mercato dei capitali con la necessità di garantire adeguate protezioni agli investitori, promuovendo al contempo un contesto favorevole all'innovazione e alla crescita delle imprese.

La riforma del 2012 ha quindi segnato un punto di svolta, rendendo possibile ciò che prima era impensabile: la trasformazione delle S.r.l. in soggetti dinamici e attrattivi nel mercato dei capitali.

3.4 Piccole medie imprese innovative

Inizialmente, la possibilità di derogare alle disposizioni delineate nel capitolo precedente e, conseguentemente, di istituire un regime speciale era stata concessa esclusivamente alle startup innovative.

Tale deroga era finalizzata a favorire lo sviluppo di nuove imprese tecnologiche e innovative, consentendo loro di usufruire di maggiori flessibilità e agevolazioni.

Tuttavia, con l'emanazione ⁵⁸del Decreto-legge n. 3 del 24 gennaio 2015, questa possibilità è stata estesa anche alle piccole e medie imprese **(PMI) innovative**, ampliando così il campo di applicazione delle agevolazioni non più limitato alle sole società in fase di startup, ma includendo anche quelle già operative e consolidate. Questo cambiamento normativo ha trasformato il regime da temporaneo, riservato alle startup – ovvero società costituite da meno di cinque anni – a speciale, applicabile sulla base di criteri dimensionali.

Secondo la normativa vigente, una società è classificata come piccola e media impresa (PMI) se soddisfa almeno due dei seguenti tre criteri dimensionali:

- Un numero di dipendenti inferiore a 250 unità;
- Un totale di bilancio inferiore a 43 milioni di euro;
- Ricavi complessivi non superiori a 50 milioni di euro.

In aggiunta, la definizione di piccola e media impresa innovativa è stabilita dal primo comma dell'articolo 4 del Decreto Legislativo n. 3 del 2015, che delinea i requisiti specifici che tali imprese devono soddisfare per essere considerate innovative e, quindi, beneficiare del regime speciale:

⁵⁸ TESTO COORDINATO DEL DECRETO-LEGGE 24 gennaio 2015, n. 3, Gazzetta ufficiale della repubblica italiana

“la PMI innovativa, a sua volta, è definita dall’art. 4, 1° co., d.l. n. 3/2015, come la PMI, che corrisponda alla definizione di cui alla raccomandazione 2003/361/CE e che sia altresì una società di capitali, costituita anche in forma cooperativa, che possieda i seguenti requisiti:

- a) la residenza in Italia, o in uno degli Stati membri dell’Unione europea, purché abbiano una sede produttiva o una filiale in Italia;*
- b) la certificazione dell’ultimo bilancio e dell’eventuale bilancio consolidato redatto da un revisore contabile o da una società di revisione iscritti nel registro dei revisori contabili;*
- c) le relative azioni non siano quotate in un mercato regolamentato;*
- d) l’assenza di iscrizione al registro speciale (non siano cioè iscritte come start-up innovative).*

Inoltre, la PMI innovativa deve avere almeno due dei seguenti requisiti:

- 1) volume di spesa in ricerca, sviluppo e innovazione in misura uguale o superiore al 3% della maggiore entità fra costo e valore totale della produzione della PMI innovativa;*
- 2) impiego come dipendenti o collaboratori a qualsiasi titolo, in percentuale uguale o superiore al terzo della forza lavoro complessiva, di personale in possesso di titolo di dottorato di ricerca o che sta svolgendo un dottorato di ricerca presso un’università italiana o straniera, oppure in possesso di laurea e che abbia*

svolto, da almeno tre anni, attività di ricerca certificata presso istituti di ricerca pubblici o privati;

3) sia titolare o depositaria o licenziataria di almeno una privativa industriale relativa a un'invenzione industriale, biotecnologica, a una topografia di prodotto a semiconduttori o a una nuova varietà vegetale.”

3.5 Espansione finale del regime a tutte le piccole medie imprese

Successivamente il regime ha continuato ad espandersi con l'articolo numero 57 del D.Lg. numero 50/2017 (comma numero 1)⁵⁹

“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 ricorrono, sono sostituite dalla seguente: "PMI.”

In seguito all'emanazione del suddetto decreto, la possibilità di derogare alle norme di legge specifiche che regolano la disciplina delle società a responsabilità limitata, trattate nei capitoli precedenti, viene estesa a tutte le società a responsabilità limitata.

Questa estensione riguarda esclusivamente i requisiti di carattere dimensionale, e non più quelli qualitativi, come invece era previsto in precedenza per le start-up e per le piccole e medie imprese innovative.

⁵⁹ DECRETO-LEGGE 24 aprile 2017, n. 50, Normattiva.it

Tali requisiti dimensionali a cui fare riferimento sono:

- 250 dipendenti
- Fatturato annuo non superiore a 50 milioni di euro
- Attivo di stato patrimoniale non superiore a 43 milioni di euro.

CAPITOLO IV

IL CROWDFUNDING

Il termine crowdfunding deriva dall'inglese e può essere tradotto letteralmente come "*finanziamento dalla folla*". Esso descrive un modello di raccolta fondi che coinvolge un ampio numero di individui, i quali contribuiscono finanziariamente a un progetto, un'impresa o una causa attraverso una piattaforma online.

Questo modello di finanziamento è emerso con la diffusione di Internet e delle piattaforme digitali, che hanno permesso a individui e organizzazioni di connettersi direttamente con potenziali finanziatori in tutto il mondo.

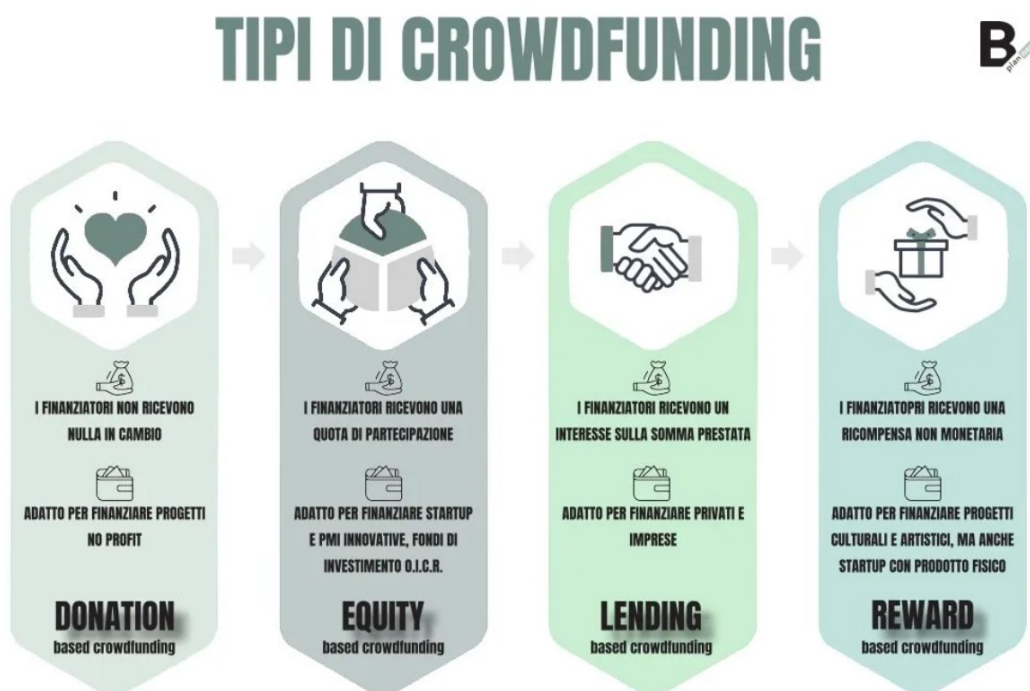
Il crowdfunding si basa su una *logica di partecipazione diffusa*, in cui numerosi piccoli investitori o donatori forniscono contributi economici che, sommati, permettono di raccogliere somme significative per finanziare una vasta gamma di iniziative.

Questa pratica ha guadagnato popolarità negli ultimi due decenni, grazie alla sua capacità di democratizzare l'accesso al capitale, superando le barriere tradizionali che spesso limitano l'accesso ai finanziamenti bancari o istituzionali.

Le prime piattaforme di crowdfunding sono nate negli Stati Uniti all'inizio degli anni 2000 e si sono rapidamente diffuse in Europa e nel resto del mondo. Inizialmente, il crowdfunding è stato utilizzato prevalentemente per finanziare progetti creativi, come la produzione di film, musica, o opere d'arte, ma nel tempo il modello è stato adattato per rispondere a una varietà di esigenze, dalle cause sociali e filantropiche alle start-up tecnologiche e alle piccole imprese.

Il crowdfunding non è un fenomeno monolitico; al contrario, si distingue in diverse tipologie, ognuna delle quali si adatta a esigenze e obiettivi specifici.

4.1 Le principali tipologie di crowdfunding



- *Crowdfunding Basato su Donazioni (Donation-Based Crowdfunding):*

In questa tipologia, i sostenitori contribuiscono a un progetto o a una causa senza aspettarsi nulla in cambio, se non la soddisfazione di aver supportato un'iniziativa che ritengono meritevole. Questo tipo di crowdfunding è comunemente utilizzato per progetti filantropici, cause sociali, o raccolte fondi per emergenze umanitarie.

- *Crowdfunding Basato su Ricompense (Reward-Based Crowdfunding):*

In questo modello, i finanziatori ricevono una ricompensa non monetaria in cambio del loro contributo. Le ricompense possono variare notevolmente e includere prodotti o servizi correlati al progetto finanziato, esperienze

uniche, o riconoscimenti simbolici. Questo modello è molto popolare tra i creatori di prodotti innovativi che utilizzano il crowdfunding per finanziare la produzione e la distribuzione di nuovi prodotti.

- *Crowdfunding Basato su Prestiti (Lending-Based Crowdfunding):* Conosciuto anche come peer-to-peer lending o social lending, questo modello consente ai privati di prestare denaro ad altri individui o imprese in cambio di un interesse. I prestatori sono generalmente piccoli investitori che desiderano diversificare il proprio portafoglio e ottenere un ritorno sul capitale prestato. Questa forma di crowdfunding rappresenta una valida alternativa ai tradizionali prestiti bancari, soprattutto per le piccole e medie imprese (PMI).
- *Equity Crowdfunding: L'equity crowdfunding*, oggetto di approfondimento in questo capitolo, è un modello in cui i finanziatori ricevono una partecipazione azionaria nell'impresa in cui investono.

Questo tipo di crowdfunding si distingue per la sua capacità di raccogliere capitale di rischio (equity) attraverso piattaforme online, coinvolgendo un gran numero di piccoli investitori che diventano proprietari di una quota dell'azienda.

L'equity crowdfunding è una forma di finanziamento collettivo che consente alle imprese di raccogliere capitali emettendo quote di partecipazione o azioni che vengono offerte al pubblico tramite piattaforme online specializzate.

A differenza del crowdfunding basato su donazioni o ricompense, nell'equity crowdfunding i finanziatori diventano effettivi azionisti della società, acquisendo diritti patrimoniali e, in alcuni casi, diritti di voto.

Questa forma di crowdfunding è particolarmente attraente per le start-up e le PMI che necessitano di capitali per avviare o espandere la propria attività ma che, a causa delle loro dimensioni o del livello di rischio percepito, trovano difficile accedere ai canali di finanziamento tradizionali, come i prestiti bancari o il venture capital.

L'equity crowdfunding consente a queste imprese di accedere a una vasta platea di piccoli investitori, molti dei quali possono essere motivati non solo dalla prospettiva di un ritorno economico, ma anche dal desiderio di supportare un progetto o un'azienda in cui credono.

L'equity crowdfunding è emersa come parte del più ampio movimento della **financial technology** (fintech), che si riferisce all'integrazione della tecnologia nei servizi finanziari per migliorare la loro efficienza, accessibilità e trasparenza.

La fintech ha rivoluzionato numerosi aspetti del settore finanziario, introducendo innovazioni che vanno dai pagamenti digitali ai servizi bancari online, dalle criptovalute alla gestione automatizzata degli investimenti.

In questo contesto, l'equity crowdfunding rappresenta una delle tante innovazioni introdotte dalla fintech.

Dal 2006 in poi, l'equity crowdfunding ha visto uno sviluppo accelerato, favorito dalla diffusione di Internet e dalle nuove tecnologie che hanno reso possibile la creazione di piattaforme online dedicate alla raccolta di capitali. *Queste piattaforme fungono da intermediari tra le imprese in cerca di finanziamenti e gli investitori, offrendo un ambiente sicuro e regolamentato in cui le transazioni possono avvenire.*

4.2 Il Contesto Normativo: Dal Quadro Nazionale al Regolamento Europeo

L'evoluzione dell'equity crowdfunding non è stata uniforme a livello globale. In molti Paesi, la mancanza di una regolamentazione chiara ha inizialmente ostacolato lo sviluppo di questo settore. Tuttavia, con il crescente interesse per il crowdfunding e la fintech, diversi Stati hanno introdotto normative nazionali specifiche per colmare le lacune del quadro normativo europeo, che non era ancora stato pienamente sviluppato.

In Italia, ad esempio, il legislatore ha adottato un approccio pionieristico, introducendo una regolamentazione specifica per l'equity crowdfunding con il Decreto Crescita bis del 2012 (analizzato nel capitolo precedente), che ha permesso alle start-up innovative di raccogliere capitali tramite piattaforme online. Questo intervento normativo è stato seguito da ulteriori sviluppi, tra cui il Decreto Crescita 3.0 del 2015 (analizzato nel capitolo precedente), che ha esteso l'accesso all'equity crowdfunding anche alle PMI innovative.

L'introduzione di normative nazionali, se da un lato ha stimolato la crescita del settore in determinati Paesi, dall'altro ha portato a divergenze significative tra i diversi mercati, con alcune giurisdizioni che hanno adottato regole più favorevoli per attrarre start-up e investitori.

Questa competizione normativa ha sollevato preoccupazioni riguardo alla coerenza e alla trasparenza del mercato europeo, portando alla decisione di adottare un Regolamento europeo sul crowdfunding, che stabilisce regole comuni per tutti gli Stati membri dell'UE.

Questo Regolamento europeo, entrato in vigore di recente, mira a creare un mercato unico per il crowdfunding, riducendo le barriere all'ingresso e facilitando l'accesso al capitale per le imprese in tutta l'Unione.

Il Regolamento stabilisce requisiti uniformi per le piattaforme di crowdfunding, garantendo un elevato livello di protezione per gli investitori e promuovendo la fiducia nel settore.

Per comprendere meglio il contesto normativo in cui si inserisce l'equity crowdfunding, è utile esaminare la gerarchia delle fonti del diritto dell'Unione Europea, che guida l'adozione e l'applicazione delle normative negli Stati membri.

- **Trattati sull'Unione Europea:** I principali trattati che disciplinano il funzionamento dell'UE sono il Trattato sull'Unione Europea (TUE) e il Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea (TFUE). Questi trattati rappresentano gli accordi fondamentali tra gli Stati membri e definiscono le competenze delle istituzioni europee.
- **Atti legislativi dell'UE:** All'interno dei trattati, è stabilito che le istituzioni europee possono adottare atti legislativi vincolanti per gli Stati membri, tra cui:
- **Regolamenti:** Atti con forza di legge che sono direttamente applicabili negli Stati membri, senza necessità di recepimento a livello nazionale. In Italia, i regolamenti europei prevalgono sulle leggi nazionali, esercitando un'influenza quasi costituzionale.

- **Direttive:** Questi atti richiedono che gli Stati membri adottino provvedimenti nazionali per adeguarsi al loro contenuto. Le direttive non sono direttamente applicabili, ma necessitano di un recepimento formale da parte degli Stati.

Gli atti non vincolanti, come le decisioni, le raccomandazioni e i pareri, rappresentano strumenti attraverso i quali l'UE può fornire orientamenti e indicazioni agli Stati membri senza imporre obblighi legali.

4.3 Il Mercato del Risparmio e le Esenzioni Normative

Il ricorso al mercato del risparmio attraverso l'equity crowdfunding comporta l'attivazione di meccanismi di vigilanza e controllo che sono essenziali per garantire la tutela degli investitori.

Questi meccanismi, come il coinvolgimento delle società di revisione e la supervisione da parte della CONSOB, possono risultare onerosi per le imprese, in particolare per quelle di piccole dimensioni.

Tuttavia, tali costi sono giustificati dalla necessità di proteggere gli interessi degli investitori e di mantenere la trasparenza e la fiducia nel mercato.

Per incentivare l'adozione dell'equity crowdfunding da parte delle PMI, il legislatore ha previsto **alcune esenzioni normative**.

Ad esempio, per le offerte di importo inferiore a cinque milioni di euro, non è necessario pubblicare un prospetto informativo, un documento che, sebbene importante per garantire la trasparenza, può essere molto oneroso da produrre.

Questa esenzione è stata introdotta con l'obiettivo di rendere più accessibile il crowdfunding alle piccole imprese, permettendo loro di raccogliere capitali senza dover affrontare costi eccessivi.

Inoltre, le offerte di equity crowdfunding possono essere rivolte a un numero ristretto di soggetti, generalmente investitori professionali, il che riduce ulteriormente gli obblighi normativi per le imprese emittenti.

Questo approccio mira a bilanciare la necessità di proteggere il pubblico risparmio, che è costituzionalmente garantito, con l'esigenza di facilitare il finanziamento delle imprese, riducendo la loro dipendenza dai canali bancari tradizionali.

4.4 L'Equity Crowdfunding in Italia: Evoluzione e Criticità

L'equity crowdfunding è stata introdotto in Italia con il **Decreto Crescita bis**, approvato nell'ottobre 2012. Questo decreto ha rappresentato una svolta importante per il finanziamento delle start-up innovative, permettendo loro di raccogliere capitali tramite piattaforme online gestite da banche, imprese di investimento e nuovi intermediari specializzati.

Il Decreto Crescita bis ha riconosciuto l'importanza delle start-up innovative per il tessuto economico nazionale, soprattutto in un contesto di crisi economica in cui l'accesso al credito bancario era diventato sempre più difficile.

L'introduzione dell'equity crowdfunding ha offerto a queste imprese un canale alternativo per ottenere i finanziamenti necessari per sviluppare nuove idee e prodotti, contribuendo al rilancio dell'innovazione in Italia.

Successivamente, **il Decreto Crescita 3.0** (d.l. 3/2015) ha esteso l'accesso all'equity crowdfunding anche alle PMI innovative, ampliando il numero di potenziali emittenti e rafforzando ulteriormente il ruolo del crowdfunding come strumento di finanziamento per le imprese italiane.

Nel 2015, **la normativa italiana è stata ulteriormente ampliata** per includere anche gli Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio (OICR), come i fondi di investimento, le SICAV e le SICAF, che investono prevalentemente in start-up innovative e PMI innovative

Questa estensione è stata motivata dalla professionalità e dalla competenza di questi soggetti, considerati capaci di diversificare adeguatamente i rischi e di individuare le opportunità di investimento più promettenti.

L'apertura dell'equity crowdfunding agli OICR ha rappresentato un passo importante per lo sviluppo del mercato, poiché ha aumentato la partecipazione di investitori istituzionali e ha contribuito a migliorare la liquidità e la stabilità del settore. Inoltre, l'inclusione degli OICR ha permesso agli investitori retail di beneficiare della professionalità e della diversificazione offerta da questi fondi, rendendo l'investimento in start-up e PMI più accessibile e meno rischioso.

Oggi, l'equity crowdfunding non è più riservata esclusivamente alle start-up innovative, ma è **disponibile per tutte le PMI** che soddisfano determinati requisiti, tra cui avere meno di 250 dipendenti, un fatturato annuo inferiore a 50 milioni di euro o un totale di bilancio inferiore a 43 milioni di euro.

Questa estensione è stata introdotta **con il D.lgs. 3 luglio 2017**, n. 212, che ha ampliato ulteriormente il campo di applicazione dell'equity crowdfunding.

La normativa ha inoltre aperto l'accesso all'equity crowdfunding alle imprese sociali costituite come società di capitali o cooperative.

Questa inclusione riflette l'importanza crescente delle imprese sociali nel panorama economico italiano e la necessità di fornire loro strumenti di finanziamento adeguati per sostenere le loro attività a impatto sociale.

Nonostante l'entusiasmo iniziale e le numerose iniziative normative, l'introduzione dell'equity crowdfunding in Italia non ha raggiunto i risultati sperati nei primi anni. A maggio 2015, tre anni dopo l'introduzione della legge, solo 18 delle 3883 start-up innovative registrate avevano utilizzato questa forma di finanziamento, rappresentando appena lo 0,46% del totale.

Complessivamente, erano stati raccolti poco più di 1,3 milioni di euro, una cifra modesta rispetto al potenziale del mercato.

Le ragioni di questo insuccesso iniziale sono molteplici.

In primo luogo, **la scarsa conoscenza del crowdfunding da parte degli imprenditori** e degli investitori ha limitato l'adozione di questa forma di finanziamento. Inoltre, la mancanza di fiducia nei confronti di un modello ancora relativamente nuovo ha reso gli investitori più cauti. *A ciò si aggiunge la complessità delle normative e la necessità di rispettare numerosi requisiti regolamentari*, che hanno rappresentato un ulteriore ostacolo per le piccole imprese.

Tuttavia, nonostante queste difficoltà iniziali, l'equity crowdfunding ha continuato a svilupparsi e a guadagnare terreno in Italia, soprattutto grazie agli sforzi per migliorare la regolamentazione e per aumentare la consapevolezza tra gli investitori e le imprese.

4.5 Condizioni e Obblighi per l'Offerta Tramite Portali di Crowdfunding

Le PMI e le imprese sociali che desiderano raccogliere capitale tramite equity crowdfunding devono rispettare alcune condizioni fondamentali, stabilite per garantire la trasparenza e la sicurezza delle operazioni:

- **Limite dell'offerta:** Il corrispettivo globale dell'offerta non deve superare i 5 milioni di euro. Questo limite, imposto dal Testo Unico della Finanza (TUF), permette di esentare le offerte dall'obbligo di pubblicare un prospetto informativo, un documento che, sebbene importante per garantire la trasparenza, può essere molto oneroso da produrre. L'esenzione mira a rendere più accessibile il crowdfunding alle piccole imprese, consentendo loro di raccogliere capitali senza dover affrontare costi eccessivi.
- **Sottoscrizione da parte di investitori professionali:** Una parte dell'offerta deve essere sottoscritta da investitori professionali. Inizialmente, questa soglia era fissata al 5% dell'offerta, ma è stata successivamente ridotta al 3% per le PMI in possesso di bilanci certificati per gli ultimi due esercizi precedenti all'offerta. Questa condizione serve a proteggere gli investitori retail, poiché la partecipazione di investitori professionali funge da segnale di qualità dell'offerta.
- **Verifica degli statuti societari:** Gli statuti delle società offerenti devono prevedere clausole di recesso, come le clausole Tag Along, che permettono agli investitori di recedere dall'investimento entro tre anni se cambia il socio di controllo o il fondatore della società. Questa tutela è particolarmente importante per le start-up innovative, il cui successo può essere strettamente legato alla presenza del fondatore.

Inoltre, i gestori dei portali sono tenuti a selezionare con cura gli offerenti, valutando i business plan, i progetti e mettendo a disposizione modelli standard di contratto tra le parti. *Se il gestore non è un intermediario di diritto, deve indicare la banca di riferimento per il deposito delle somme ricevute e per l'esecuzione degli ordini.*

4.6 Disciplina di Riferimento e Requisiti per gli Intermediari

L'equity crowdfunding in Italia è regolata da una serie di normative che garantiscono la trasparenza e la sicurezza delle operazioni. Tra le principali fonti normative, troviamo:

- **Codice civile:** Disciplinante per gli emittenti.
- **Disciplina speciale delle PMI:** Che stabilisce i requisiti specifici per le PMI.
- **Testo Unico della Finanza (TUF):** Che stabilisce le esenzioni dall'obbligo di prospetto informativo.
- **Regolamento CONSOB 1503/2020⁶⁰:** Che regola l'attività di crowdfunding in Italia.

Gli intermediari di diritto, come banche e società di investimento, devono rispettare rigorosi requisiti di solidità patrimoniale e governance, essendo sottoposti a una vigilanza continua da parte delle autorità competenti.

⁶⁰ REGOLAMENTO IN MATERIA DI SERVIZI DI *CROWDFUNDING*, IN ATTUAZIONE DEL REGOLAMENTO (UE) 2020/1503 SUI FORNITORI DI SERVIZI DI CROWDFUNDING ALLE IMPRESE E DEGLI ARTICOLI 4-SEXIES.1 E 100-TER DEL TUF, consob.it

Questi intermediari, grazie alla loro esperienza e alla capacità di offrire una gamma completa di servizi finanziari, giocano un ruolo fondamentale nel garantire la sicurezza e la trasparenza del mercato del crowdfunding.

Gli intermediari specializzati, che non appartengono alle categorie tradizionali di diritto, devono ottenere l'autorizzazione dalla CONSOB e registrarsi in un apposito registro. Tra i requisiti per operare, questi intermediari devono garantire l'onorabilità degli amministratori e dei soci, notificare eventuali cambiamenti nell'assetto societario e rispettare norme organizzative e di condotta per prevenire conflitti di interesse.

Sebbene i gestori dei portali non siano soggetti alle norme di adeguatezza patrimoniale riservate agli intermediari di diritto, devono aderire a un sistema di indennizzo a tutela degli investitori o, in alternativa, stipulare un'assicurazione per responsabilità professionale.

Questo requisito è fondamentale per garantire la protezione degli investitori e per rafforzare la fiducia nel sistema di crowdfunding.

In conclusione, L'equity crowdfunding rappresenta un'importante opportunità per le imprese italiane di accedere a capitali alternativi, contribuendo a diversificare le fonti di finanziamento e a ridurre la dipendenza dai tradizionali canali bancari. Nonostante un inizio difficile e alcune criticità, l'equity crowdfunding ha continuato a svilupparsi, sostenuto da una regolamentazione sempre più adeguata e da una crescente consapevolezza tra gli investitori e le imprese.

Perché l'equity crowdfunding possa esprimere appieno il suo potenziale, è necessario un maggiore impegno sia da parte delle istituzioni per semplificare il quadro normativo, sia da parte delle imprese e degli investitori per accrescere la fiducia e la familiarità con questo strumento innovativo.

Solo attraverso un approccio coordinato e consapevole sarà possibile sfruttare appieno le potenzialità del crowdfunding, contribuendo al rilancio dell'economia e all'innovazione in Italia.

CAPITOLO CONCLUSIVO

EVOLUZIONE NORMATIVA DELLE SOCIETA' A RESPONSABILITA' LIMITATA E IMPLICAZIONI PER IL CONTESTO ECONOMICO ITALIANO

1 Introduzione all'evoluzione normativa

Per concludere questa disamina sull'evoluzione normativa delle società a responsabilità limitata (S.r.l.) in seguito all'articolo numero 59 del decreto legislativo n. 50 del 2017, decreto che ha esteso la possibilità di derogare determinate norme delle S.r.l. a tutte le piccole e medie imprese, è importante esaminare le modifiche apportate all'articolo 100-ter del Testo Unico della Finanza (T.U.F.) e all'articolo 2468 del Codice civile.

L'articolo 100-ter del T.U.F. è stato oggetto di significative revisioni recenti, in risposta all'introduzione del Regolamento Europeo sul Crowdfunding (ECSP) n. 2020/1503.

Questi cambiamenti normativi rappresentano un passo cruciale nell'evoluzione delle disposizioni che regolano le modalità con cui le S.r.l. possono raccogliere capitali attraverso offerte pubbliche di quote, specialmente tramite l'utilizzo di piattaforme di crowdfunding autorizzate.

L'articolo 2468 del Codice civile vieta espressamente alle S.r.l. di offrire le proprie quote al pubblico, una restrizione che le distingue nettamente dalle società per azioni (S.p.A.), le quali godono di un accesso più diretto e libero al mercato dei capitali.

Tuttavia, con l'introduzione del nuovo articolo 100-ter del T.U.F., è stata prevista una significativa deroga a questo divieto, consentendo alle S.r.l. di offrire le loro

quote di partecipazione al pubblico, principalmente attraverso piattaforme di crowdfunding.

2 Ruolo dell'articolo 100 ter TUF

Attualmente, il comma 1 dell'articolo ⁶¹100-ter del T.U.F. dispone quanto segue:

"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."

Prima dell'introduzione della deroga apportata all'articolo 100-ter, l'articolo ⁶²2468 del Codice civile recitava esclusivamente:

"Le partecipazioni dei soci non possono essere rappresentate da azioni né costituire oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari."

⁶¹ Articolo 100 ter Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, offerte di crowdfunding

⁶² Articolo 2468 Codice civile, quote di partecipazione

Poi naturalmente ha dovuto adeguarsi alla modifica del 100 ter, la prima parte dell'articolo è rimasta invariata solo che è stata appunto aggiunta la deroga seguente:

“Il Decreto Legislativo del 24 febbraio 1998, n. 58, come successivamente modificato dal Decreto Legislativo del 10 marzo 2023, n. 30, ha introdotto (attraverso l'art. 100-ter, comma 1) la possibilità per le S.r.l. di offrire le proprie quote al pubblico, derogando così al tradizionale divieto previsto dall'articolo 2468 del Codice civile, e permettendo l'utilizzo delle piattaforme di crowdfunding, in conformità con i limiti stabiliti dal Regolamento (UE) 2020/1503.”

Con queste modifiche, è stato ufficialmente riconosciuto e regolamentato l'uso delle piattaforme di crowdfunding come strumento per consentire alle S.r.l. di accedere al risparmio pubblico.

Tuttavia, le nuove norme, pur rappresentando un avanzamento significativo, **sollevano alcune questioni interpretative.**

3 Ambiguità Interpretative e Criticità dell'Articolo 100-ter

L'articolo 100-ter del Testo Unico della Finanza (TUF), nella sua formulazione attuale, stabilisce che le quote di partecipazione in società a responsabilità limitata (S.r.l.) possono essere offerte al pubblico come prodotti finanziari, includendo l'opzione di farlo "anche attraverso le piattaforme di crowdfunding", nei limiti previsti dal regolamento (UE) 2020/1503.

Tuttavia, l'uso della frase **“anche attraverso le piattaforme di crowdfunding”** ha generato diverse ambiguità interpretative.

Il rischio principale consiste nel fatto che questa deroga può essere interpretata in modo eccessivamente esteso, portando a credere che le S.r.l. possano offrire le proprie quote al pubblico non solo tramite piattaforme di crowdfunding, ma anche attraverso altri canali non specificati, un'eventualità che sembra non rientrare nelle intenzioni originarie del legislatore.

In risposta a tali ambiguità, una parte della dottrina, con un contributo significativo di Pierpaolo Spolaore, ha suggerito un'interpretazione correttiva dell'articolo 100-ter. Nello specifico, Spolaore propone *di eliminare la frase “anche attraverso le piattaforme di crowdfunding”*.

Questa modifica è giustificata dal fatto che la frase in questione rappresenta un inciso, e secondo le regole grammaticali della lingua italiana, un inciso è una parte della frase che aggiunge particolari, ma la cui rimozione non altera il significato fondamentale della frase stessa.

Inoltre, questa proposta trova fondamento nell'articolo 12 delle disposizioni preliminari al Codice civile (preleggi), che recita:

“Nell'applicare la legge non si può ad essa attribuire altro senso che quello fatto palese dal significato proprio delle parole secondo la connessione di esse, e dalla intenzione del legislatore”.

Questa disposizione implica **che l'interpretazione di una legge deve riflettere il significato chiaro e palese delle parole utilizzate**, in linea con l'intenzione del legislatore.

Pertanto, rimuovendo l'inciso “anche attraverso le piattaforme di crowdfunding”, si aderisce meglio all'intento originario di regolamentare specificamente l'offerta di quote di S.r.l. solo tramite canali di crowdfunding autorizzati in linea quindi con

il regolamento dell'unione europea 1503/2020 (specificato nella seconda parte di frase).

Quindi questa proposta di modifica non solo chiarirebbe il quadro normativo, ma garantirebbe anche una maggiore protezione agli investitori, limitando l'offerta di quote a contesti regolamentati e supervisionati, in linea con il quadro normativo europeo e con l'intenzione del legislatore italiano.

In altre parole, *si garantirebbe che **soltanto** le S.r.l. che intendono raccogliere capitali attraverso il crowdfunding possano beneficiare di questa deroga.*

L'adozione di tale interpretazione eviterebbe anche fraintendimenti che potrebbero portare a ritenere, erroneamente, che le S.r.l. siano libere di fare offerte pubbliche di quote attraverso altri canali non regolamentati.

In tal modo, si manterrebbe l'integrità del sistema giuridico italiano e si proteggerebbe meglio il mercato finanziario, riservando la deroga prevista dall'articolo 2468 del Codice civile esclusivamente alle S.r.l. che ricorrono al crowdfunding, come inteso originariamente dal legislatore.

In conclusione, la proposta di Piergiuseppe Spolaore rappresenta la soluzione più idonea per evitare interpretazioni fuorvianti e per garantire che le deroghe all'articolo 2468 del Codice civile siano applicate esclusivamente nei casi specifici per i quali erano state originariamente concepite.

4 **Diverse Interpretazioni e la Spinta verso l'Uniformazione Normativa**

Alla luce delle osservazioni di Spolaore, la prima interpretazione proposta per mitigare l'ambiguità interpretativa sollevata si basa sull'idea che l'uso della parola "anche" da parte del legislatore sia stato, in effetti, un errore.

Questa interpretazione, che propone l'eliminazione dell'inciso "anche attraverso le piattaforme di crowdfunding", è **attualmente quella più solida e supportata dalla normativa vigente.**

Infatti, come evidenziato dall'articolo 12 delle preleggi del Codice civile, la legge deve essere interpretata secondo il significato chiaro delle parole e l'intenzione del legislatore. Rimuovere l'inciso chiarirebbe l'intento di limitare l'offerta di quote di S.r.l. esclusivamente a piattaforme di crowdfunding autorizzate, evitando interpretazioni più ampie che potrebbero portare a risultati indesiderati.

Tuttavia, una seconda interpretazione suggerisce che tale scelta lessicale non sia affatto frutto di un errore, ma piuttosto un'indicazione deliberata della volontà del legislatore di aprire le società a responsabilità limitata (S.r.l.) a nuove prospettive normative e operative.

Nello specifico, questa interpretazione alternativa implicherebbe che il legislatore abbia inteso estendere alle S.r.l. la possibilità di accedere al pubblico risparmio attraverso il mercato dei capitali, riducendo ulteriormente le differenze tra le società per azioni (S.p.A.) e le S.r.l.

Tale visione prospettica potrebbe riflettere un'evoluzione normativa volta a incentivare l'uso delle S.r.l. come veicoli di investimento più flessibili, ampliando le opzioni di raccolta di capitale.

Sebbene l'interpretazione di Spolaore sia, allo stato attuale, quella che meglio riflette la volontà del legislatore come indicata dalla normativa esistente, ci

sono diversi fattori che suggeriscono la possibilità di una futura evoluzione verso una maggiore uniformità tra le S.r.l. e le S.p.A.

Questa tendenza a uniformare le due forme societarie trova conferma in due principali fattori:

Il primo fattore è di natura storica ed esperienziale.

L'evoluzione della normativa italiana ha visto, a partire dal 2012 ad oggi, un progressivo avvicinamento della disciplina delle S.r.l. a quella delle S.p.A., un fenomeno che ha portato a un significativo ridimensionamento delle differenze originarie tra le due forme societarie. Che non sia questo un ulteriore passo in avanti verso una maggiore coesione e omogeneità dei due tipi societari.

Se da un lato questo **avvicinamento ha offerto numerosi vantaggi** alle S.r.l., come l'accesso a strumenti di finanziamento più sofisticati e la possibilità di attrarre investimenti attraverso il pubblico risparmio, **questi potenziali benefici rischiano di rimanere solo teorici.**

In pratica, **l'apertura al pubblico risparmio è formalmente prevista per tutte le S.r.l., ma di fatto risulta accessibile principalmente alle piccole e medie imprese (PMI)**, mentre paradossalmente sarebbero le imprese di dimensioni maggiori a trarre maggior beneficio da questa possibilità. (Le ragioni tecniche specifiche per cui le S.r.l. di grandi dimensioni non possono sfruttare appieno queste opportunità saranno spiegate più avanti nella tesi.)

Questa situazione genera un paradosso: mentre la normativa sembra offrire alle S.r.l. maggiori opportunità di crescita e sviluppo, le complessità normative e l'incertezza legale finiscono per creare confusione e frustrazione tra gli imprenditori.

Invece di facilitare l'accesso ai capitali e promuovere la crescita, il risultato è spesso l'effetto opposto: gli strumenti rimangono sottoutilizzati o addirittura

inutilizzati, perché le aziende non sono sicure su come navigare tra le diverse regole e requisiti.

In conclusione, nonostante l'apparente convergenza normativa tra S.r.l. e S.p.A. sembri promettente per promuovere la crescita e l'accesso al capitale, la mancanza di chiarezza e la complessità delle normative attuali rischiano di limitare l'efficacia di questi sforzi, impedendo alle S.r.l. di sfruttare pienamente le opportunità offerte.

Il secondo fattore, invece, è di natura tecnica ed è in linea con quanto sostenuto nel libro di Marco Cian riguardo al diritto degli intermediari finanziari.

“In un tale quadro di promozione dell'accesso al mercato delle attività produttive, rimane dubbio tuttavia se alla modalità ora esaminata (sistemi multilaterali di negoziazione MTF) possano ricorrervi le forme organizzative maggiormente utilizzate per le PMI, ossia le s.r.l., per quanto specificamente concerne le relative quote di partecipazione”.

Invero, un ostacolo significativo alla possibilità di fornire una risposta positiva al quesito in discorso non va più rinvenuto nel tradizionale principio secondo cui dette partecipazioni non possono formare oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari (da un lato, infatti, il precetto è oggi come noto derogabile per le s.r.l. che siano PMI, ex art. 100-ter, co. 1-bis, TUF nel contesto di un investment crowdfunding dall'altro, l'ammissione alla quotazione in MTF comunque non presuppone sempre una previa offerta al pubblico). Va peraltro considerato che, in base al nuovo art. 26, co. 2-bis del d.l.179/2012, "le quote appartenenti alle categorie del co. 2, aventi eguale valore e conferenti eguali diritti, delle società di

cui al medesimo comma possono esistere in forma scritturale": cosicché potrebbe ritenersi che le medesime in questa ipotesi acquistino la qualifica di "titoli" e dunque, ex art. 1, co. 1-bis, TUF, siano per tale via classificabili quali "strumenti finanziari".”

L’estratto in questione ci suggerisce che persistano ancora incertezze riguardo alla possibilità che le quote delle società a responsabilità limitata (SRL) possano essere scambiate all’interno dei sistemi multilaterali di negoziazione.

Tuttavia, alla luce delle disposizioni introdotte dalla legge sui capitali del 2024, emerge l’opportunità che tali quote possano acquisire la qualifica di **“titoli”**.

In tal modo, esse diverrebbero veri e propri strumenti finanziari, suscettibili di essere offerti e trattati nei suddetti sistemi multilaterali di negoziazione.

Questa ipotesi configurerebbe una trasformazione di grande portata, una sorta di "rivoluzione" considerando il fatto che una delle differenze principali, se non la più emblematica, tra srl ed spa è proprio la possibilità di accedere al pubblico risparmio.

5 La "Legge Capitali" e l'Innovazione nelle S.r.l.

A tal proposito la "Legge Capitali" è una normativa italiana che mira a modernizzare e semplificare il sistema di gestione delle quote delle società a responsabilità limitata.

Una delle innovazioni principali è l'introduzione della possibilità di emettere quote in forma dematerializzata, simile a quanto già avviene per le azioni delle società per azioni, tale possibilità emerge dall’articolo numero 3 che recita così:

“1. All’articolo 26 del decreto-legge 18 ottobre 2012, n. 179, convertito, con modificazioni, dalla legge 17 dicembre 2012, n. 221, dopo il comma 2 sono inseriti i seguenti:

«2 -bis. Le quote appartenenti alle categorie del comma 2, aventi eguale valore e conferenti eguali diritti, delle società di cui al medesimo comma possono esistere in forma scritturale ai sensi di quanto previsto dall’articolo 83 -bis del testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58.

2 -ter. Alle quote emesse in forma scritturale ai sensi del comma 2 -bis si applica la disciplina di cui alla sezione I del capo IV del titolo II -bis della parte III del testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58.

2 -quater. Per le società di cui al comma 2 che si avvalgono della disciplina del comma 2 -bis è obbligatorio tenere il libro dei soci. Per le quote di partecipazione emesse in forma diversa da quella scritturale, devono essere indicati nel libro dei soci, distintamente per ogni categoria, il nome dei soci, la partecipazione di spettanza di ciascuno, i versamenti fatti sulle partecipazioni nonché le variazioni nelle persone dei soci. Per le quote emesse in forma scritturale, la società è tenuta ad aggiornare il libro dei soci conformemente a quanto previsto per le azioni dall’articolo 83 -undecies , comma 1, del testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58. Le risultanze del libro sono messe a disposizione dei soci, a loro richiesta, anche su supporto informatico in un formato comunemente utilizzato».”

Comma 2 bis

In breve, questa legge all'articolo 3 **permette alle piccole medie imprese srl che hanno creato quote standardizzate**, deroga permessa loro dall'articolo 26 del decreto-legge del 12 ottobre 2012 numero 179, **di emettere le quote in maniera dematerializzata** come avviene per le azioni di società per azioni quotate all'interno di mercati regolamentati.

Ciò significa che le quote non devono necessariamente esistere come certificati fisici o documenti cartacei, ma possono essere registrate e conservate in modo elettronico, secondo quanto previsto dall'articolo 83-bis del Testo Unico della Finanza (D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58).

Comma 2 ter

Questo comma stabilisce che le quote emesse in forma scritturale ai sensi del comma 2-bis sono soggette alla disciplina della sezione I del capo IV del titolo II-bis della parte III del Testo Unico della Finanza (D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58). In pratica, *questo rinvia alla normativa già esistente per la gestione e la registrazione delle azioni emesse in forma scritturale, estendendo queste regole anche alle quote di partecipazione delle società a responsabilità limitata.*

Comma 2 quater

Le società che optano per l'emissione delle quote in forma scritturale (secondo quanto stabilito dal comma 2-bis) sono obbligate a mantenere un libro dei soci. Nel caso di quote emesse in forma non scritturale (cioè, non elettronica), il libro dei soci deve includere il nome di ogni socio, la quota di partecipazione, i versamenti effettuati e qualsiasi variazione relativa ai soci.

Le risultanze del libro dei soci devono essere messe a disposizione dei soci su loro richiesta, e possono essere fornite anche su supporto informatico in un formato comunemente utilizzato.

Questo aumenta la trasparenza e facilita l'accesso alle informazioni relative alla composizione sociale.

CONCLUSIONI

Dall'analisi dell'evoluzione normativa delle società a responsabilità limitata (S.r.l.) emerge chiaramente l'intento del legislatore di ridurre progressivamente le differenze tra le S.r.l. e le società per azioni (S.p.A.), indipendentemente dall'interpretazione specifica delle modifiche apportate all'articolo 100-ter.

Questo processo di convergenza mira a rendere le S.r.l. più simili alle S.p.A. per quanto riguarda l'accesso a strumenti di finanziamento e le opportunità di crescita, favorendo una maggiore coerenza normativa all'interno del sistema delle società di capitali.

Tale tendenza verso una maggiore omogeneità presenta **vantaggi significativi**, in quanto consente alle S.r.l., in particolare alle piccole e medie imprese (PMI), di svilupparsi e crescere più rapidamente, offrendo loro alternative al tradizionale finanziamento bancario.

In questo scenario, la possibilità per le S.r.l. di accedere al capitale di rischio si rivela cruciale per sostenere lo sviluppo delle PMI, che rappresentano il cuore pulsante dell'economia italiana.

Sebbene le modifiche normative sembrino potenzialmente positive, esistono **due principali criticità** che rischiano di annullare tali benefici.

La prima riguarda il fatto che **solo ed esclusivamente le piccole e medie imprese (PMI) possono accedere al risparmio pubblico**, in quanto sono le uniche a poter sfruttare le deroghe previste dal decreto del 2012 (convertito in legge nel 2017).

Queste deroghe permettono loro di creare quote standardizzate e di emetterle in forma dematerializzata (come previsto dalla "Legge Capitali"). Paradossalmente, però, le imprese di grandi dimensioni otterrebbero un maggiore beneficio dal pubblico risparmio, poiché facilitare l'accesso ai mercati dei capitali permetterebbe alle S.r.l. di espandersi, diventare più competitive e contribuire in modo significativo alla crescita del Prodotto Interno Lordo (PIL) del Paese.

Questa apertura al mercato dei capitali potrebbe rappresentare uno strumento ideale per il contesto economico italiano, consentendo alle PMI di crescere senza dover necessariamente trasformarsi in società per azioni (S.p.A.), un processo che implicherebbe ulteriori complessità burocratiche, strutturali e costi.

Da questa prospettiva, il diritto societario attuale appare carente di razionalità.

Alla luce di queste considerazioni, sarebbe auspicabile consentire a tutte le S.r.l. la possibilità di accedere al risparmio pubblico quantomeno tramite il crowdfunding, non limitando tale opportunità alle sole piccole e medie imprese

Inoltre, se dovesse rivelarsi corretta l'interpretazione secondo cui le S.r.l. possono ricorrere al risparmio pubblico non solo tramite il crowdfunding, ma anche attraverso altri canali, ciò rappresenterebbe un cambiamento ancora più significativo. In questo scenario, le S.r.l. potrebbero accedere ai mercati multilaterali di negoziazione (MTF), riducendo ulteriormente le differenze con le società per azioni (S.p.A.).

Se in questo caso il timore fosse che le normative delle S.r.l. e delle S.p.A. in quel modo possano convergere eccessivamente, è importante notare che tale preoccupazione sarebbe infondata. In realtà, il numero di S.r.l. che potrebbero effettuare un'offerta pubblica sarebbe limitato, data la stringente regolamentazione degli MTF.

Inoltre, le S.r.l. non potrebbero mai essere quotate nei mercati regolamentati (allo stato attuale), a causa delle caratteristiche intrinseche di trasparenza e struttura corporativa richieste, che le S.r.l. data la struttura corporativa derogabile, non possono garantire. Basti pensare alle modalità di amministrazione delle S.r.l., al considerevole potere decisionale conferito ai soci e alla flessibilità della struttura societaria, che non permettono di raggiungere il livello di trasparenza necessario per i mercati principali.

Pertanto, nonostante le eventuali somiglianze introdotte dalle nuove normative, esisterà sempre una distinzione sostanziale tra S.r.l. e S.p.A., che manterrà separate le loro rispettive aree di competenza e applicazione.

Il secondo punto critico riguarda la **mancanza di chiarezza e la confusione che caratterizzano le recenti riforme normative.**

Questa incertezza è evidenziata dalle diverse interpretazioni dell'articolo 100-ter, come discusso nelle sezioni precedenti. La coesistenza di interpretazioni divergenti non solo crea incertezza giuridica, ma rischia anche di frenare lo sviluppo delle S.r.l., impedendo loro di sfruttare appieno le opportunità offerte dal mercato dei capitali.

Per promuovere efficacemente la crescita e lo sviluppo delle S.r.l., è essenziale un intervento normativo mirato che chiarisca le regole, definisca i limiti e le possibilità delle deroghe, e renda l'accesso al mercato dei capitali più trasparente e accessibile. **Solo attraverso una normativa chiara e ben definita si potrà creare un ambiente favorevole alla competitività delle S.r.l.**, contribuendo così in modo significativo alla crescita economica del Paese.

Attualmente, le società sono spesso descritte con l'immagine della clessidra: nella parte inferiore, ampia, si trovano le numerose possibilità concesse alle piccole e medie imprese; al centro, la strettoia rappresenta le limitazioni che le grandi S.r.l. devono affrontare; infine, nella parte superiore, la clessidra si allarga di nuovo, simboleggiando le ampie opportunità di cui godono le S.p.A.

Questo approccio, tuttavia, tende a rafforzare le disuguaglianze esistenti piuttosto che favorire una progressione armoniosa tra le diverse forme societarie.

Per un vero sviluppo e per sfruttare le normative come un vantaggio piuttosto che come un ostacolo, è necessario abbandonare l'ottica della clessidra. Al suo posto, dovremmo adottare un modello che "livelli" le differenze tra le varie tipologie di

società, introducendo gradualmente livelli normativi che facilitino l'accesso al mercato dei capitali per tutte le S.r.l., indipendentemente dalla loro dimensione. Solo così sarà possibile sfruttare pienamente le opportunità offerte dalle nuove riforme, garantendo uno sviluppo sostenibile e inclusivo per tutte le società di capitali, e promuovendo una vera crescita economica.

BIBLIOGRAFIA

- Annunziata Filippo, Roma, 17-18 settembre 2021, “*Il migliore dei mondi possibili*”? *L’accesso delle PMI alle trading venues Libertà, Condizionamenti e Gold-Plating*. XII Convegno annuale dell’associazione Italiana dei professori universitari di diritto commerciale “*Orizzonti del diritto commerciale*”. 14-25; 66-69

- Cian Marco Briolini Federico, Cetra Antonio, Daccò Alessandra, De Acutis Maurizio, Ginevra Enrico, Mirone Aurelio, Pisani Luca, Sanfilippo Pierpaolo M., Santagata Raffaello, Sarti Davide, Sciarrone Alibrandi Antonella, Sciuto Maurizio, Speranzin Marco. Edizione 2024. *Diritto Commerciale Volume IV, Diritto del sistema finanziario*.

- 18 ottobre 2012, n. 179, Decreto-legge: *Ulteriori Misure per la crescita del paese Sezione IX: Misure per la nascita e lo sviluppo di imprese start up innovative*. Normativa, Il portale della legge Italiana.

- 5 marzo 2024, n.21, *Legge Capitali*, Gazzetta Ufficiale Della Repubblica Italiana, Art. 3.

- Dentamario Annamaria, 2022, *Azioni, quote di S.R.L. PMI e loro negoziabilità nel mercato dei capitali e nelle sedi di negoziazione*.

- Direttiva 2004/39/CE del parlamento europeo e del consiglio, 21 aprile 2004, *Mercati e strumenti finanziari*, che modifica le direttive 85/611/CEE e

93/6/CEE del Consiglio e la direttiva 2000/12/CE del Parlamento europeo e del Consiglio e che abroga la direttiva 93/22/CEE del Consiglio.

- Direttiva 2014/65/UE del parlamento europeo e del consiglio del 15 maggio 2014 relativa *ai mercati degli strumenti finanziari* e che modifica la direttiva 2002/92/CE e la direttiva 2011/61/UE.
- Regolamento (UE) N. 600/2014 del parlamento europeo e del consiglio del 15 maggio 2014 *sui mercati degli strumenti finanziari* e che modifica il regolamento (UE) n. 648/2012
- Spolaore Piergiuseppe, *Struttura finanziaria della S.r.l. e raccolta di capitali online*, in *Società*, 2024, 3, 303-314
- Spolaore Piergiuseppe, 2024, *La partecipazione in s.r.l. tra crowdfunding e dematerializzazione*, *Orizzonti del Diritto Commerciale* Fascicolo. 1|2024. 177-197

SITOGRAFIA

- https://www.tuttocamere.it/files/camcom/1913_272.pdf
- https://www.gazzettaufficiale.it/atto/serie_generale/caricaDettaglioAtto/originario?atto.dataPubblicazioneGazzetta=1996-08-09&atto.codiceRedazionale=096G0428
- <https://www.consob.it/documents/11973/0/Regolamento+mercati+n.+20249+del+29.12.2017/76ba32c8-93c4-45ea-8511-7c9eaa7c928>
- <https://www.brocardi.it/testo-unico-intermediazione-finanziaria/parte-iii/titolo-i-bis/capo-ii/sezione-i/art64.html>
- <https://www.brocardi.it/testo-unico-intermediazione-finanziaria/parte-iii/titolo-i-bis/capo-iii/art62.html#:~:text=62%20TUF&text=1.,e%20la%20tutela%20degli%20investitori.>
- <https://www.brocardi.it/testo-unico-intermediazione-finanziaria/parte-iii/titolo-i-bis/capo-ii/sezione-ii/art65.html>
- <https://www.brocardi.it/testo-unico-intermediazione-finanziaria/parte-iii/titolo-i-bis/capo-ii/sezione-ii/art65bis.html>
- <https://www.brocardi.it/testo-unico-intermediazione-finanziaria/parte-iii/titolo-i-bis/capo-ii/sezione-ii/art65ter.html>
- <https://www.brocardi.it/testo-unico-intermediazione-finanziaria/parte-iii/titolo-i-bis/capo-ii/sezione-ii/art65septies.html>
- <https://www.brocardi.it/testo-unico-intermediazione-finanziaria/parte-iii/titolo-i-bis/capo-ii/sezione-i/art64.html>
- <https://www.brocardi.it/testo-unico-intermediazione-finanziaria/parte-iii/titolo-i-bis/capo-ii/sezione-i/art64quater.html>

- <https://www.brocardi.it/testo-unico-intermediazione-finanziaria/parte-iii/titolo-i-bis/capo-ii/sezione-ii/art65.html>
- <https://www.brocardi.it/testo-unico-intermediazione-finanziaria/parte-iii/titolo-i-bis/capo-ii/sezione-iii/art66.html>
- <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32017R1129&from=HU>
- <https://www.brocardi.it/testo-unico-intermediazione-finanziaria/parte-iv/titolo-iii/capo-i/art113.html>
- <https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/regolamenti/regolamenti/regolamento06112023.pdf>
- <https://www.brocardi.it/testo-unico-intermediazione-finanziaria/parte-ii/titolo-ii/capo-i/art18.html#:~:text=18%20TUF&text=1.,alle%20imprese%20di%20paesi%20terzi.>
- <https://www.brocardi.it/testo-unico-intermediazione-finanziaria/parte-iii/titolo-i-bis/capo-ii/sezione-ii/art65ter.html>
- <https://www.brocardi.it/testo-unico-intermediazione-finanziaria/parte-iii/titolo-i-bis/capo-ii/sezione-ii/art65sexies.html>
- <https://www.brocardi.it/testo-unico-intermediazione-finanziaria/parte-iii/titolo-i-bis/capo-ii/sezione-iv/art67.html#:~:text=67%20TUF&text=1.,membri%20o%20partecipanti%20o%20clienti.>
- <https://www.brocardi.it/testo-unico-intermediazione-finanziaria/parte-iii/titolo-i-bis/capo-ii/sezione-ii/art65bis.html>
- <https://www.brocardi.it/testo-unico-intermediazione-finanziaria/parte-iv/titolo-iii/capo-i/art114.html>
- <https://www.brocardi.it/testo-unico-intermediazione-finanziaria/parte-iii/titolo-i-bis/capo-ii/sezione-vi/art69.html>

- <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:02012R0648-20170103&from=GA>
- <https://www.normattiva.it/atto/caricaDettaglioAtto?atto.dataPubblicazioneGazzetta=2003-01-22&atto.codiceRedazionale=003G0010&tipoDettaglio=originario&qId=>
- <https://www.brocardi.it/codice-civile/libro-quinto/titolo-v/capovii/sezione-ii/art2468.html#:~:text=Le%20partecipazioni%20dei%20soci%20non,alla%20partecipazione%20da%20ciascuno%20posseduta.>
- [https://www.gazzettaufficiale.it/atto/serie_generale/caricaArticolo?art.progressivo=0&art.idArticolo=2479&art.versione=5&art.codiceRedazionale=042U0262&art.dataPubblicazioneGazzetta=1942-04-04&art.idGruppo=321&art.idSottoArticolo1=10&art.idSottoArticolo=1&art.flagTipoArticolo=2#:~:text=2479\)-,Art.,sociale%20sottopongono%20alla%20loro%20approvazione.](https://www.gazzettaufficiale.it/atto/serie_generale/caricaArticolo?art.progressivo=0&art.idArticolo=2479&art.versione=5&art.codiceRedazionale=042U0262&art.dataPubblicazioneGazzetta=1942-04-04&art.idGruppo=321&art.idSottoArticolo1=10&art.idSottoArticolo=1&art.flagTipoArticolo=2#:~:text=2479)-,Art.,sociale%20sottopongono%20alla%20loro%20approvazione.)
- <https://www.brocardi.it/codice-civile/libro-quinto/titolo-v/capovii/sezione-ii/art2258.html>
- <https://www.brocardi.it/codice-civile/libro-quinto/titolo-v/capovii/sezione-ii/art2468.html>
- <https://www.brocardi.it/testo-unico-intermediazione-finanziaria/parte-iv/titolo-ii/capo-i/sezione-iii/art100ter.html>
- <https://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2012/08/11/12A08941/sg>
- <https://www.normattiva.it/uri-res/N2Ls?urn:nir:stato:decreto.legge:2012-01-24;1>
- <https://www.normattiva.it/uri-res/N2Ls?urn:nir:stato:decreto.legge:2013;76~art9-com1>
- <https://www.normattiva.it/atto/caricaDettaglioAtto?atto.dataPubblicazioneGazzetta=2012-10-19&atto.codiceRedazionale=012G0201&tipoDettaglio=originario&qId=>

- <https://www.brocardi.it/codice-civile/libro-quinto/titolo-v/capo-v/sezione-v/art2348.html>
- <https://www.brocardi.it/testo-unico-intermediazione-finanziaria/parte-iv/titolo-i/art93.html>
- <https://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2015/03/25/15A02336/sg>
- <https://www.normattiva.it/uri-res/N2Ls?urn:nir:stato:decreto.legge:2017-04-24;50>
- https://www.consob.it/documents/1912911/1950567/reg_consob_2023_22720.pdf/24669272-bb2b-bde0-cb3a-257e5812eed2
- <https://www.brocardi.it/testo-unico-intermediazione-finanziaria/parte-i/art1.html>