



UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI PADOVA

DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE ED AZIENDALI

“M. FANNO”

CORSO DI LAUREA TRIENNALE IN ECONOMIA

PROVA FINALE

“L’EVOLUZIONE DELLA S.R.L.:
DA UNA S.R.L. CHIUSA AD UNA S.R.L. UN PO’ PIÙ APERTA”

RELATORE:

CH.MO PROF.SSA CARLOTTA RINALDO

LAUREANDA: MARTINA VENUTO

MATRICOLA N. 1173100

ANNO ACCADEMICO 2019-2020

Sommario

CONSIDERAZIONI INTRODUTTIVE	5
CAPITOLO 1: LE S.R.L. PMI	8
I. L'evoluzione della S.R.L.	8
1. Dal Codice Civile del 1942 alla riforma del 2017: gli eventi più importanti	8
2. Definizione di PMI	9
II. Compiere operazioni sulle proprie partecipazioni	10
III. Gli strumenti finanziari partecipativi.....	11
CAPITOLO 2: IL CROWDFUNDING	13
I. Il crowdfunding: dalla Start up innovativa alla PMI s.r.l.....	13
1. Modifiche al TUF e ai Regolamenti Consob	14
2. L'equity based crowdfunding nella s.r.l. PMI	15
II. L'intestazione intermediata delle quote	16
III. La possibilità di creare categorie di quote	17
1. Diritti attribuibili alle quote.....	19
IV. Tutele a favore dell'investitore: il diritto di recesso e di co-vendita	22
CAPITOLO 3: La s.r.l. "aperta"	24
I. Il quadro normativo post riforma.....	24
II. La governance delle s.r.l. aperte	25
III. L'organo di controllo e il revisore.....	26
CONCLUSIONI	29
RIFERIMENTI.....	31
BIBLIOGRAFIA	31
SITOGRAFIA	33

CONSIDERAZIONI INTRODUTTIVE

La società a responsabilità limitata risulta essere “uno dei tipi societari più diffusi nella prassi”¹. La s.r.l. è nata con il codice civile del 1942 che aveva disegnato questo tipo societario sulla falsariga della società per azioni con poche singolarità tratte dalla disciplina della società di persone. Nel complesso, però, la s.r.l. si avvicinava molto di più alla disciplina delle s.p.a.. Nella pratica, infatti, la s.r.l. era lo schema societario utilizzato dalle imprese di media-grande dimensione e non dalle piccole imprese, e la disciplina di riferimento era rinviata sistematicamente alle norme codicistiche delle s.p.a..

Dopo la promulgazione del codice civile, la s.r.l. è stata più volte modificata.

Una delle più importanti modifiche è avvenuta nel 2003 con il d.lgs. 17 gennaio 2003 n. 6 “*Riforma organica della disciplina delle società di capitali e società cooperative, in attuazione della legge 3 ottobre 2001 n. 366*”. La s.r.l. post-riforma si avvicinava alla s.p.a. per quanto riguarda la limitazione della responsabilità dei soci, mentre nei rapporti interni tra soci erano presenti numerosi elementi caratterizzanti la disciplina delle società di persone.²

La riforma del 2003 era intervenuta in modo incisivo sulla s.r.l. potenziando il carattere contrattuale dell’ente societario, ma mantenendo, tuttavia, alcuni dei suoi tratti tipici come il divieto per le quote di partecipazione di essere rappresentate da azioni e di costituire oggetto di sollecitazione all’investimento.

Negli anni successivi all’entrata in vigore del d.lgs. n. 6/2003 la s.r.l. diventò il tipo societario con il maggiore incremento percentuale.

Recentemente la disciplina delle S.r.l. è profondamente mutata grazie ad alcuni interventi normativi che si sono verificati nel corso di pochi mesi, interventi dedicati soprattutto alle piccole e medie imprese (PMI). Stiamo parlando del Decreto legge 24 aprile 2017 n. 50 “*Disposizioni urgenti in materia di finanza, iniziative a favore degli enti territoriali, ulteriori interventi per le zone colpite da eventi sismici e misure per lo sviluppo*” convertito in Legge il 21 giugno 2017 n. 96 e del Decreto legge del 3 agosto 2017 n. 129 (Attuazione della direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014, relativa ai mercati degli strumenti finanziari).

L’obiettivo di questo elaborato è esaminare i suddetti interventi normativi che hanno completamente rivoluzionato la disciplina delle società a responsabilità limitata, concedendo a

¹ DACCÒ, La s.r.l. Caratteristiche tipologiche e struttura formale, in CIAN (a cura di), *Manuale di diritto commerciale*, Torino, Giappichelli Editore, 2017, II edizione, p. 519.

² ANGELICI, *La riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale*, Padova, 2003.

queste alcune delle opportunità in precedenza riservate al modello azionario riguardanti sia il piano organizzativo sia quello finanziario dell'impresa e della circolazione delle quote.

Ciò è avvenuto innanzitutto estendendo alle s.r.l. PMI alcune delle deroghe del diritto societario previste in origine per le start up innovative e successivamente estese anche alle PMI innovative costituite in forma di s.r.l., prevedendo un sistema di circolazione delle quote delle piccole e medie imprese e delle imprese sociali costituite in forma di s.r.l. attraverso i portali per la raccolta di capitali.

In particolare, l'art. 57, comma 1°, del d.lgs. 24 aprile 2017, n. 50 prevede che le parole “*start up* innovative” siano sostituite con “PMI”. Ciò significa che ogni impresa italiana costituita nella forma di società a responsabilità limitata rientrante nei parametri delle PMI, potrà usufruire dello stesso trattamento riservato prima solamente alle *start up* innovative per quanto riguarda l'emissione di categorie di quote e la loro offerta al pubblico.

Sono quindi state attuate delle deroghe al diritto societario come quelle riguardanti l'estensione alle PMI s.r.l. della possibilità di offrire al pubblico le proprie quote attraverso i portali per la raccolta di capitali, emettere categorie di quote e riconoscere diritti particolari di voto.

L'intervento normativo dovrebbe da una parte dare l'impulso allo sviluppo e alla crescita economica e dall'altra incentivare gli investimenti, la flessibilità e la competitività delle imprese che prediligono come forma giuridica quella della società a responsabilità limitata.

Nello specifico la prima modifica riguarda la possibilità di effettuare operazioni sulle proprie partecipazioni. Infatti, le PMI s.r.l. sono esentate dal divieto di operazioni sulle proprie partecipazioni stabilito dall'articolo 2472 c.c., a condizione che l'operazione sia compiuta in attuazione di piani di incentivazione che prevedano l'assegnazione di quote di partecipazione ai dipendenti, ai collaboratori, ai componenti dell'organo amministrativo e ai prestatori d'opera e servizi anche professionali.

La seconda modifica consiste nella possibilità, per le quote di partecipazione delle s.r.l. PMI, di costituire oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari. Questo è reso possibile anche attraverso i portali per la raccolta di capitali.³

Il legislatore ha inoltre consentito di reperire capitali tra il pubblico attraverso il ricorso a strumenti alternativi come l'*equity based crowdfunding* superando così il tradizionale ostacolo

³ Art. 30 del Decreto legge 179/2012.

che vedeva la s.r.l. come una forma giuridica tendenzialmente blindata e non propensa ad aprire il proprio capitale a terzi nuovi soci.

Conseguentemente a questo è stata introdotta una terza importante modifica riguardante la possibilità di emettere categorie di quote prive del diritto di voto o con voto non proporzionale; riconoscere la presenza di diritti particolari in presenza di voto non proporzionale alla partecipazione o con voto limitato a particolari argomenti o subordinate al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative.

Queste sono alcune delle modifiche che sono state introdotte per permettere alle s.r.l. di aprirsi al mercato e di diventare, di conseguenza, più “aperte”.

Andremo, prima di tutto, a soffermarci sull’origine e sulla definizione delle s.r.l. PMI, analizzando la possibilità di queste ultime di compiere operazioni sulle proprie partecipazioni.

Nel secondo capitolo andremo a focalizzarci sull’analisi dell’innovativa tecnica di raccolta dei capitali sui portali *online* denominata “*equity based crowdfunding*”, sul suo sviluppo e sulla possibilità di usufruire dell’intermediazione delle quote.

Dopodiché andremo ad analizzare in che modo il legislatore ha previsto di tutelare i soci investitori privati dalla suddetta modifica del diritto di controllo, anche attraverso l’introduzione di categorie di quote.

Nel terzo capitolo, infine, analizzeremo i problemi riscontrati dal voler adottare delle regole precedentemente utilizzate per una s.r.l. chiusa, ad una s.r.l. diventata adesso aperta.

CAPITOLO 1: LE S.R.L. PMI

I. L'evoluzione della S.R.L.

1. Dal Codice Civile del 1942 alla riforma del 2017: gli eventi più importanti

La s.r.l. è stata introdotta nel nostro ordinamento con il Codice Civile del 1942.

All'epoca, però, il legislatore non aveva ritenuto che tale forma societaria potesse diventare uno strumento imprenditoriale destinato ad un largo e diffuso consumo. Infatti, il codice inizialmente riservava alla disciplina delle s.r.l. solo 29 articoli, per la maggior parte rinviati alle norme delle s.p.a.. Inoltre la struttura finanziaria era molto limitata in quanto era vietata l'emissione di obbligazioni e vi era il divieto di emettere quote speciali. Questo, però, non ha impedito alle s.r.l. di diventare largamente diffuse nel panorama imprenditoriale italiano portando il legislatore a dedicarle maggiore attenzione e ad eliminare i richiami alla disciplina delle s.p.a., passando quindi da una piccola società per azioni semplificata a base personale ad una "società a base personale con responsabilità limitata"⁴.

Un avvenimento significativo è sicuramente l'introduzione del d.lgs. 17 gennaio 2003 n. 6, il quale si proponeva di riformare organicamente la disciplina delle società di capitali e delle cooperative.⁵

In particolare il d.lgs. si proponeva di modificare, integrare ed innovare:

- le Società di Capitali (Società per Azioni, Società a responsabilità limitata) e le Cooperative;
- i controlli e la redazione del bilancio;
- la composizione delle controversie;
- i gruppi societari;
- lo scioglimento, liquidazione e cancellazione delle società.

Con l'entrata in vigore di questo decreto la s.r.l. acquisiva una forte autonomia statutaria, una significativa libertà nella forma di organizzazione, una forte flessibilità e soprattutto risaltava la centralità del socio.⁶

⁴ DI SALVO, 2004, *La nuova s.r.l. alla luce della riforma del Diritto Societario*, Disponibile su <https://www.diritto.it/la-nuova-s-r-l-alla-luce-della-riforma-del-diritto-societario/>

⁵ Il 17 gennaio 2003, con il Decreto Legislativo n. 5 e con il Decreto Legislativo n. 6, il Governo emanava la Riforma del Diritto Societario, entrata in vigore l'1 gennaio 2004, e da subito definita "La rivoluzione del sistema societario Nazionale".

⁶ MAZZON (2017, 20 giugno), *Società a responsabilità limitata: riforma del 2003 e responsabilità dei soci*. Disponibile su <https://www.personaedanno.it/articolo/societa-a-responsabilita-limitata-riforma-del-2003-e-responsabilita-dei-soci-riccardo-mazzon>

Successivamente alla riforma del diritto societario il legislatore è più volte intervenuto sulla s.r.l. e a partire dal 2015 ha esteso prima alla PMI innovativa s.r.l. e dopo alla PMI s.r.l. l'impianto di deroghe al diritto societario previste dal Decreto Crescita 2.0 per le sole *start up* innovative s.r.l..

Stiamo parlando del d.lgs. 24 aprile 2017 n. 50 "*Disposizioni urgenti in materia di finanza, iniziative a favore degli enti territoriali, ulteriori interventi per le zone colpite da eventi sismici e misure per lo sviluppo*" convertito in l. 21 giugno 2017 n. 96, e del d.l. 3 agosto 2017 n. 129⁷.

In particolare, ci si riferisce al diritto di effettuare operazioni sulle proprie quote, emettere strumenti finanziari forniti di diritti patrimoniali o anche diritti amministrativi, di offrire al pubblico le quote di partecipazione anche attraverso l'utilizzo di portali *online* e di creare categorie di quote fornite di diritti diversi.⁸

Queste modifiche hanno portato un radicale cambiamento della struttura partecipativa e finanziaria della società a responsabilità limitata, avvicinando la s.r.l. PMI alla società per azioni.

2. Definizione di PMI

Per comprendere meglio l'ambito di applicazione delle nuove norme dovremmo soffermarci sulla qualifica di PMI.

Nel d.l. 50/2017 non risulta esservi alcuna definizione di PMI. Questa deve quindi essere presa dall'art. 26, commi 2°, 3°, 5° e 6° del d.l. 179/2012 il quale qualifica come PMI la società a responsabilità limitata che in base al suo più recente bilancio annuale o consolidato soddisfi due dei tre criteri seguenti:

- Numero medio dei dipendenti nel corso dell'esercizio inferiore a 250 persone;
- Totale dello stato patrimoniale non superiore a 43 milioni di euro;
- Fatturato annuo netto non superiore a 50 milioni di euro;

Possiamo dunque desumere che la s.r.l. PMI è classificata con un'accezione negativa, cioè quella di non essere qualificabile come grande impresa.

⁷ Attuazione della direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014, relativa ai mercati degli strumenti finanziari.

⁸ D. l. 50/2017 convertito in legge dalla L. 96/2017.

Si deve inoltre tener conto che la qualifica di PMI, a differenza di quella di *start up* innovativa, non dipende né è evincibile da alcuna iscrizione nel Registro delle Imprese.⁹

Bisogna, invece:

- per verificare il fatturato annuo (non superiore a 50 milioni di euro) esaminare il conto economico;¹⁰
- per verificare il totale dell'attivo patrimoniale (non superiore a 43 milioni di euro) esaminare lo stato patrimoniale;¹¹
- per verificare il numero medio di dipendenti (inferiore a 250) fare riferimento alla nota integrativa.¹²

II. Compiere operazioni sulle proprie partecipazioni

Come prima cosa analizzeremo l'art. 26, comma 6° del d.l. 179/2012, il quale esenta le s.r.l. PMI dal divieto di cui all'art. 2474 c.c., concedendo loro la possibilità di compiere azioni sulle proprie partecipazioni a condizione che 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 d'opera e di servizi, anche professionali. Sarà quindi possibile per le s.r.l. acquistare dagli attuali soci una parte delle loro quote per assegnarle ai soggetti a cui precedentemente si è fatto riferimento al raggiungimento di particolari risultati.

La Commissione Società del Consiglio Notarile di Milano ha argomentato che l'art. 2357-*quater*, che prevede il divieto di sottoscrizione delle proprie azioni sancito per le s.p.a., non debba ritenersi applicabile alle s.r.l. dal momento che non è richiamato dal d.l. 179/2012 e non è espressione di un principio di ordine pubblico o comunque di portata generale.

Quindi, a condizione che la sottoscrizione avvenga in attuazione di piani di *work for equity*¹³, tutte le PMI possono sottoscrivere quote proprie deliberate nell'ambito di un aumento di capitale gratuito.

⁹ Studio n. 101-2018/I del CNN, *La nuova disciplina delle (PMI) società a responsabilità limitata*.

¹⁰ Lettera A1 dell'art. 2425, c.c..

¹¹ Art. 2425 c.c..

¹² Art. 2427, c.c. al n.15.

¹³ Il *work for equity* può essere realizzato in tre forme: (i) cessione di azioni o quote proprie ai prestatori d'opera da parte della società; (ii) aumento di capitale a titolo gratuito con assegnazione di azioni o quote di nuova emissione ai prestatori d'opera; (iii) aumento di capitale a pagamento con assegnazione di azioni o quote di nuova emissione ai prestatori d'opera.

Inoltre, la massima n. 178 reputa legittima una delibera di aumento del capitale a pagamento che consenta la sottoscrizione di partecipazioni che siano rimaste inoptate presso i soci, effettuando la sottoscrizione mediante imputazione a capitale di riserve disponibili.

La massima n. 179, invece, considera inapplicabile il limite di durata di diciotto mesi previsto dall'art. 2357, comma 2°, c.c. per l'autorizzazione di acquisto di azioni proprie. Questo è fattibile perché la necessità di acquisto e la successiva disposizione sono realizzati in attuazione a piani di incentivazione già determinati dalla legge.

Infine, non vi è alcun dubbio sulla necessità che l'acquisto venga fatto nei limiti degli utili distribuibili e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato e che l'operazione sia rilevata contabilmente mediante l'iscrizione a bilancio di riserva negativa.¹⁴

III. Gli strumenti finanziari partecipativi

Un'ulteriore novità che ha avvicinato la struttura finanziaria della s.r.l. a quella della s.p.a., riguarda la possibilità di emettere, a seguito dell'apporto di soci o di terzi, strumenti finanziari partecipativi forniti di diritti patrimoniali o amministrativi, escluso il diritto di voto nelle decisioni dei soci.¹⁵

Gli strumenti finanziari partecipativi sono stati introdotti con la riforma del 2003 con la quale il legislatore ha consentito, prima alle s.p.a., poi alle start up innovative e infine alle PMI innovative, di *“emettere, a favore di soci o terzi, a seguito dell'apporto da parte dei soci o di terzi anche di opera o di servizi, strumenti finanziari forniti di diritti patrimoniali o anche di diritti amministrativi, escluso il voto nell'assemblea generale degli azionisti”*.¹⁶

L'emissione di questi strumenti finanziari partecipativi, rappresenta una prerogativa che necessita di specifica previsione statutaria. Una volta deliberata l'emissione di questi strumenti, quindi, la società dovrà predisporre uno specifico regolamento contenente le regole predefinite per i suoi strumenti. Resta quindi ferma la competenza inderogabile dell'assemblea straordinaria per le modalità e le condizioni di emissione degli strumenti finanziari, i diritti che attribuiscono, le sanzioni in caso di inadempimento delle azioni ad essi connesse e la disciplina della loro circolazione. Inoltre, a differenza delle obbligazioni che attribuiscono un mero diritto

¹⁴ Si ritengono, quindi, applicabili i limiti posti a tutela dell'integrità del capitale sociale previsti per le società azionarie, vale a dire, l'art. 2357 comma 1°, l'art. 2358, comma 6° e l'art. 2357-ter, comma 4° c.c..

¹⁵ ex. artt. 2479 e 2479-bis, c.c..

¹⁶ Art. 2346, comma 6°, c.c..

di credito, gli strumenti finanziari conferiscono ai loro titolari il diritto di fare parte, in qualche modo, della società.

La principale caratteristica degli strumenti finanziari partecipativi è la loro estrema flessibilità essendo la loro configurazione determinabile sulla base delle esigenze della società emittente e dei suoi investitori. Infatti, questi strumenti possono essere investiti di specifici diritti come (i) una partecipazione più ampia agli utili societari, (ii) il voto su singole materie di particolare interesse per l'investitore, escluso quello nelle decisioni dei soci ai sensi degli artt. 2479 e 2479-bis, c.c., (iii) la conversione in quote societarie degli strumenti finanziari partecipativi con modalità, costi e tempi predeterminati o (iv) la liquidazione preferenziale degli utili in caso di scioglimento della società.

Gli strumenti finanziari partecipativi pur essendo imputabili a capitale contribuiscono, quindi, a incrementare il patrimonio sociale e ad ampliare le opportunità di investimento, in quanto l'apporto del socio o del terzo può consistere in ogni entità suscettibile di valutazione economica.

La norma solleva però il problema di quale fisionomia gli strumenti finanziari possano assumere in concreto.¹⁷ Prima di tutto pare opportuno distinguerli a seconda della natura dello strumento finanziario concretamente emesso, ossia tra strumenti di debito e quelli di quasi capitale. Per quanto riguarda questi ultimi, sembra possibile prevedere l'emissione di strumenti finanziari la cui remunerazione è rapportata agli utili conseguiti dall'impresa innovativa e ai risultati ottenuti in un determinato settore dell'attività.

Resta da capire se la s.r.l. innovativa possa emettere strumenti finanziari di quasi debito ex art. 2411, comma 3°, c.c., cioè titoli alternativi alle obbligazioni e ai quali dovrebbero trovare applicazione le relative norme in tema di emissione, circolazione ed estinzione.

L'orientamento dottrinale maggioritario sembra propenso per una risposta negativa, non sembrano esservi ragioni per vietare alla s.r.l. innovativa l'emissione di uno strumento di raccolta di quasi debito con applicazione dei limiti previsti dall'art. 2483, c.c..¹⁸

¹⁷ FREGONARA, *Strumenti di ricorso al capitale di credito e di rischio nella società a responsabilità limitata innovative "chiuse"*, in *Banca borsa*, 2017, p. 602, osserva che l'unico limite imposto all'autonomia privata è il divieto di voto nelle decisioni e nelle assemblee dei soci.

¹⁸ FREGONARA, *Strumenti di ricorso al capitale di credito e di rischio nella società a responsabilità limitata innovative "chiuse"*, op.cit. p. 602 propende ad una soluzione negativa. Le ragioni risiedono nella convinzione che la configurabilità di strumenti finanziari quasi di debito dovrebbe ritenersi assorbita dalla disciplina dei titoli di debito e all'ampia autonomia concessa ai soci nel modellarli. Inoltre, ammettendo la creazione di strumenti del genere si violerebbero i paletti fissati dal legislatore per l'emissione dei titoli di debito.

CAPITOLO 2: IL CROWDFUNDING

I. Il crowdfunding: dalla Start up innovativa alla PMI s.r.l.

L'*equity based crowdfunding* è una forma alternativa di finanziamento per le piccole e medie imprese che consente di raccogliere somme di denaro da una pluralità di piccoli investitori tramite l'utilizzo di piattaforme *web*. Queste ultime svolgono una funzione di mediazione, sostenendo sia gli investitori nella selezione dei progetti imprenditoriali su cui investire, sia le imprese nel promuovere la loro crescita incentivando l'incontro con i finanziatori interessati all'investimento.¹⁹ Naturalmente, però, gli investitori finanziari, oltre ad assumere la qualifica di socio ed altri diritti patrimoniali e amministrativi, si devono assumere anche i rischi derivanti dall'attività imprenditoriale dell'emittente.²⁰

L'utilizzo del *crowdfunding*, e quindi la possibilità di offrire le quote di partecipazione in PMI costituite in forma di s.r.l. al mercato tramite l'utilizzo di portali *online*, rappresenta un enorme passo avanti per la disciplina della s.r.l..

Dobbiamo infatti ricordare che una delle norme che più caratterizzava la s.r.l., è l'art. 2468, comma 1°, c.c..²¹ Questo è stato modificato dall'introduzione dell'art. 26, comma 5°, del d.l. 179/2012, "*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 portali per la raccolta di capitali di cui all'articolo 30²² del presente decreto, nei limiti previsti dalle leggi speciali*", con cui si rende evidente l'allontanamento dall'idea della riforma del 2003, dove la s.r.l. era stata concepita come una società tendenzialmente chiusa, con il divieto di quotarsi e permettere la circolazione delle quote a fronte della maggiore autonomia concessa ai suoi soci.

La regolamentazione di questo fenomeno non si è fermata nel 2012 ma è evoluta nel tempo con continue modifiche e integrazioni, al fine di migliorarla e renderla coerente con le richieste dei soggetti coinvolti e coerente allo stesso tempo con l'evoluzione del mercato.

¹⁹ FERRARINI, *I costi dell'informazione societaria per le PMI: mercati alternativi, crowdfunding e mercati privati*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2013, p.203.

²⁰ ALVISI P., *Equity crowdfunding: uno sguardo comparatistico*. In *Rivista di diritto bancario*, 2014, p. 3.

²¹Tale articolo recita "*Le partecipazioni dei soci non possono essere rappresentate da azioni né costituire oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari*".

²² L'art. 30 è espressamente dedicato ai portali per la raccolta di capitale di rischio, individuando le modifiche da apportare al TUF e quale ruolo la Consob dovrà rivestire nella nuova disciplina.

1. Modifiche al TUF e ai Regolamenti Consob

Prima di tutto dobbiamo premettere che la disciplina dell'*equity crowdfunding* è stata normata su un doppio livello: da una parte sono state introdotte delle modifiche alla disciplina dell'intermediazione finanziaria presente nel TUF e dall'altra c'è stata un'integrazione da parte della Consob.

Per quanto riguarda le modifiche attuate alla disciplina presente nel TUF, l'intervento normativo più importante in termini di *equity crowdfunding* è stato il d.l. 179/2012, "*Ulteriori misure urgenti per la crescita del paese*", ossia il c.d. "Decreto Crescita Bis", il quale ha introdotto gli articoli 50-*quinquies* e 100-*ter* e i commi 5-*novies* e 5-*decies*, all'interno dell'art. 1 del d.lgs. 58/1998, TUF.

All'art. 1 del TUF risulta aggiunto il comma 5-*novies*²³ dedicato alle caratteristiche del portale di raccolta del capitale di rischio. Nella disposizione si precisa che la finalità di tale portale debba essere solo la facilitazione nell'attività di raccolta di capitale per le società.

La seconda modifica, contenuta nell'art. 50-*quinquies* del TUF, si occupa della figura del gestore dei portali *online*, dettando i limiti della disciplina e le principali caratteristiche che le società interessate devono possedere per poter essere iscritte nell'apposito registro tenuto dalla Consob, con particolare attenzione ai requisiti di onorabilità e professionalità. La disciplina del *crowdfunding* si apre in questo modo non solo ai "gestori di diritto"²⁴ ma a tutti i soggetti che siano autorizzati e che posseggano determinate caratteristiche. L'art. 50-*quinquies* del TUF si occupa, però, solo dei limiti soggettivi della disciplina. I limiti oggettivi vengono affrontati dall'art. 100-*ter*.²⁵ Il primo comma del suddetto articolo si occupa di circoscrivere l'applicazione della disciplina in esame ai soli strumenti finanziari aventi come corrispettivo totale inferiore a quello determinato dalla Consob ai sensi dell'art. 100, comma 1° c.c..

²³ L'articolo recita "*Per portale per la raccolta di capitale per le start-up innovative e per le PMI innovative, si intende una piattaforma online che abbia come finalità esclusiva la facilitazione della raccolta di capitale di rischio da parte delle start-up innovative, comprese le start-up a vocazione sociale, delle PMI innovative e degli organismi di investimento collettivo del risparmio o altre società che investono prevalentemente in start-up innovative o in PMI innovative, come individuati, rispettivamente, dalle lettere e) ed f) del comma 2°, dell'art. 1 del decreto del Ministro dell'economia e delle finanze 30 gennaio 2014, pubblicato nella Gazzetta Ufficiale n. 66 del 20 marzo 2014*".

²⁴ FREGONARA, *Il crowdfunding: un nuovo strumento di finanziamento per le start up innovative*, Relazione al V Convegno annuale dell'Associazione Italiana dei Professori Universitari di Diritto Commerciale sul tema "*L'impresa e il Diritto Commerciale: innovazione, creazione di valore, salvaguardia del valore della crisi*", Roma, 2014.

²⁵ CAPELLI, *L'equity based crowdfunding e i diritti dei soci*, V Convegno annuale dell'Associazione Italiana dei Professori Universitari di Diritto Commerciale sul tema "*L'impresa e il Diritto Commerciale: innovazione, creazione di valore, salvaguardia del valore della crisi*" in *Orizzonti del Diritto Commerciale*. Disponibile su http://www.orizzontideldirittocommerciale.it/media/24090/capelli_i.pdf

L'art. 100-ter interviene, come vedremo tra poco, anche sulla disciplina applicabile alle s.r.l. PMI nel caso in cui decidano di ricorrere alla figura degli intermediari abilitati.

Per quanto riguarda l'integrazione della Consob, con la delibera 18592/2013, "*Regolamento sulla raccolta di capitali di rischio da parte di startup innovative tramite portali online*" ha completato e attuato la normativa compresa nel TUF. Qui viene posta l'attenzione sulle caratteristiche che i gestori dei portali devono avere per ottenere l'iscrizione nel registro dei portali, sul processo autorizzativo e sanzionatorio, sugli obblighi di condotta richiesti e sull'informativa minima da dare agli investitori.

L'art. 24 della delibera n. 18592 è stato poi sottoposto ad un'importante modifica avvenuta nel 2016. Infatti, nel testo originale vi era posto un vincolo limitativo al ricorso al *crowdfunding*, il quale richiedeva che il 5% delle quote o degli strumenti finanziari fosse sottoscritto da un investitore professionale.²⁶ Questo è stato modificato con la delibera n. 19520/2016, il quale ha introdotto la possibilità che la sottoscrizione del 5% delle azioni avvenga da parte dei c.d. "investitori a supporto dell'innovazione".²⁷

2. L'equity based crowdfunding nella s.r.l. PMI

Nel 2015 è stato introdotto il d.l. 3/2015, "*Misure urgenti per il sistema bancario e gli investimenti*", ossia il c.d. Decreto crescita 3.0 o *Investment compact*, il quale ha ampliato l'utilizzo dell'*equity crowdfunding* anche alla PMI innovativa.

Successivamente, con il d.l. n. 50 del 24 aprile 2017, il legislatore ha esteso a tutte le s.r.l. PMI, il regime di dematerializzazione originariamente previsto per le sole s.r.l. start up innovative e PMI innovative. In questo modo le s.r.l. PMI potranno offrire i loro strumenti finanziari o le loro quote su un portale *online*, rendendo possibile a chiunque ne abbia interesse di acquistare le partecipazioni sociali di una determinata società.

L'obiettivo sarebbe quello di rinforzare la struttura delle PMI, dando la possibilità di raccogliere capitali e trovare un maggiore numero di investitori attraverso una piattaforma *web* i cui contenuti sono resi accessibili *online*, gratuitamente, a qualunque interessato.²⁸ È indubbio quindi che come nelle s.p.a. possiamo distinguere tra s.p.a. chiuse o aperte, anche all'interno della s.r.l. dobbiamo distinguere tra s.r.l. chiuse e s.r.l. aperte. Però con una importantissima

²⁶ FREGONARA, *Il crowdfunding: un nuovo strumento di finanziamento per le start up innovative*, op. cit.

²⁷ Una nuova figura, sottostante a due principali requisiti: (i) avere effettuato almeno tre investimenti in start up o PMI innovative negli ultimi due anni o (ii) esserne stati amministratori esecutivi per almeno un anno.

²⁸ CORSO, *S.r.l. – PMI aperte al mercato: scelte statutarie e diritti dei soci investitori*, in *Banca Borsa*, 2019.

differenza: la s.p.a. aperta, quotata o meno, deve superare determinate soglie dimensionali, mentre, la s.r.l. aperta non deve superare tali parametri.

II. L'intestazione intermediata delle quote

Pur restando salva la possibilità di trasferimento delle quote attraverso sottoscrizione autenticata depositata presso il registro delle imprese, è stata inserita dal legislatore un'ulteriore alternativa per le società che ricorrono al *crowdfunding*.

L'art. 100-ter, TUF, infatti, introduce per tutte le s.r.l. PMI una forma di intestazione "intermediata" delle quote di partecipazione come alternativa all'intestazione "diretta" prevista dall'art. 2470 c.c. o dall'art. 36 della legge del 6 agosto 2008, n. 133.²⁹

L'art. 4, comma 3°, del d.l. 129/2017 riformula l'art. 100-ter, TUF, estendendo alle s.r.l. PMI il regime circolatorio ivi previsto.

Il procedimento prevede l'iscrizione dell'intermediario come titolare per conto di terzi, per cui il sottoscrittore stesso rimane anonimo.³⁰ A questo proposito, la dottrina si è domandata se le quote appartenessero fiduciariamente all'intermediario e si andassero a confondere nel suo patrimonio o se invece costituissero un patrimonio separato o, ancora, se appartenessero ai soci e acquirenti³¹.

Infatti il comma 2-bis, lettera b) sembra attribuire la titolarità all'intermediario, mentre, il comma 2-bis, lettera b) n. 2 riconduce la titolarità all'investitore.

L'unico dato sicuro riguarda la legittimazione all'esercizio dei diritti che spettano, appunto, all'investitore. L'intermediario deve, infatti, rilasciare al socio, al sottoscrittore o all'acquirente un documento di legittimazione per l'esercizio di tali diritti sociali. Questa certificazione, che comprova la titolarità delle quote, ha puro titolo di legittimazione per l'esercizio dei diritti sociali, è nominativamente riferita al sottoscrittore, non è trasferibile a terzi e non costituisce un valido strumento per il trasferimento di proprietà delle quote.³²

I sottoscrittori e i successivi acquirenti hanno comunque la facoltà di richiedere, in qualsiasi momento, l'intestazione diretta a sé stessi delle quote. Il comma 2-bis, lettera b), n. 4 ritiene

²⁹ REVIGLIONE, *Sottoscrizione e trasferimento delle partecipazioni sociali nelle PMI costituite in forma di s.r.l.*, in *Riv. Soc.*, 2019. CIAN, *L'intestazione intermediata delle quote di s.r.l. PMI: rapporto societario, regime della circolazione*, in *Nuove leggi civili commentate*, 2018.

³⁰ REVIGLIONE, *Sottoscrizione e trasferimento delle partecipazioni nelle P.M.I. costituite in forma di s.r.l.*, in *Riv. Soc.*, 2019.

³¹ CIAN, *Società start up innovative e PMI innovative*, in *Giur. Comm.*, 2015, I, p. 982.

³² Art.100-ter, comma 2-bis, lettera b), n. 2. DE LUCA, "Crowdfunding e quote 'dematerializzate' di s.r.l.? Prime considerazioni", in *Nuove leggi civili commentate*, 2016.

però da escludersi la possibilità di un'operazione documentale inversa, vale a dire la richiesta posteriore all'offerta sul portale di intestazione intermediata di una quota già intestata individualmente al socio.

Per quando riguarda l'alienazione della quota, questa viene realizzata attraverso una semplice annotazione in libri tenuti dall'intermediario stesso senza, quindi, nessuna evidenza nel registro delle imprese.³³ Con questa impostazione viene superato il requisito della forma notarile richiesto per la circolazione "ordinaria" delle quote. Il compito dell'intermediario risulta quindi essere di mera conservazione e gestione documentale. La menzione pubblicitaria nel registro delle imprese si riduce ad una semplice indicazione di rinvio ai dati contabili curati dall'intermediario stesso. Questo serve ad evidenziare l'estraneità dell'intermediario rispetto alla quota e ad impedire a questo di legittimarsi nei confronti di essa.³⁴

Per quanto riguarda il conflitto tra più acquirenti, non potendo fare ricorso alla risoluzione su base pubblicitaria³⁵, come accade nella circolazione ordinaria, si può solo analizzare l'annotazione nei libri dell'intermediario a favore del primo annotante anche se questa impostazione risulta essere a posteriori e non a priori.

Dobbiamo, però, tenere presente che questa nuova forma documentale in effetti non è regolata ma meramente descritta lasciando quindi molti interrogativi circa la circolazione delle quote e sulle dinamiche del rapporto sociale.

III. La possibilità di creare categorie di quote

La possibilità per la s.r.l. di offrire le proprie quote sul mercato potrebbe, però, rappresentare una possibile minaccia per la società. Infatti, l'acquisto di quote potrebbe risalire ad un'attività di "spionaggio industriale" da parte di un competitor, che a fronte di un investimento esiguo, potrebbe entrare in possesso di informazioni riservate.

Per cercare di oltrepassare questo ostacolo, il legislatore ha introdotto l'art. 26, comma 2° del d.l. 179/2012³⁶ che ha previsto l'estensione alle s.r.l. PMI della possibilità di creare categorie

³³ REVIGLIONO, *Sottoscrizione e trasferimento delle partecipazioni nelle P.M.I. costituite in forma di s.r.l.*, op.cit.

³⁴ CIAN, *L'intestazione intermediata delle quote di S.R.L. PMI: rapporto societario, regime della circolazione*, in *Nuove leggi civili commentate*, 2018.

³⁵ Art. 2470, comma 3°: nel caso di conflitto tra più acquirenti, prevale colui che per primo abbia iscritto nel Registro delle Imprese, in buona fede, il proprio acquisto.

³⁶ L'articolo recita: "L'atto costitutivo della PMI costituita in forma di società a responsabilità limitata può creare categorie di quote fornite di diritti diversi e, nei limiti importi dalla legge, può liberamente determinare il

di quote prive del diritto di voto o con voto non proporzionale o diritti particolari con voto non proporzionale alla partecipazione o condizionato.³⁷

Per le società a responsabilità limitata, la possibilità di prevedere diritti diversi per alcuni soci non è una novità.

Dobbiamo, infatti, ricordare che con la riforma del diritto societario del 2003, l'art. 2468, comma 3°, c.c. prevedeva che gli istituti delle s.r.l. potessero attribuire a singoli soci particolari diritti. Ma in questo caso ci si riferiva solamente a determinati soci, o gruppi di soci, individuati espressamente nello statuto e per i quali, questi diritti, venivano meno contestualmente alla cessione della partecipazione da parte del socio che ne era titolare.³⁸

I diritti particolari sono quindi espressione della personalizzazione della partecipazione sociale, mentre la creazione di quote è fondata sulla depersonalizzazione della partecipazione.

Da questo si evince che gli statuti delle s.r.l. PMI possano prevedere categorie di quote depersonalizzate e anche standardizzate, vale a dire suddivise in unità di misura come le azioni. Questo evidenzia il dissolvimento di qualsiasi legame tra il singolo socio e la quota.³⁹

Si passa, infatti, dai diritti particolari del socio ai diritti particolari della quota e si legittima la possibilità che questi diritti speciali non siano attribuiti ai singoli soci ma direttamente alla quota di partecipazione, secondo un procedimento di emissione che riprende quanto avviene per le partecipazioni azionarie.

Viene concessa, quindi, alla quasi totalità delle s.r.l. di utilizzare gli schemi tipici delle s.p.a. prevedendo, da un lato, l'emissione di categorie di quote oggettivate, standardizzate e non più vincolate alle persone dei soci e, dall'altro, singole quote di partecipazione dotate di diritti particolari.⁴⁰

contenuto delle varie categorie anche in deroga a quanto previsto dall'articolo 2468, commi secondo e terzo, del codice civile".

³⁷ L'articolo 26, comma 3° recita "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 diritto 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".

³⁸ CONDÒ, (2019, 17 aprile), *La nuova Srl PMI*. Disponibile da <https://www.altalex.com/documents/news/2019/04/17/la-nuova-srl-pmi>

³⁹ A differenza dell'ex art. 2468, c.c.

⁴⁰ MOSCO, *Start-up e PMI innovative: equity crowdfunding e deroghe al diritto societario*, in *La folla e l'impresa. Un dialogo sulle dinamiche di co-creazione di valore e strumenti di finanziamento dell'impresa*, a cura di Laudonio e Colurcio, Bari, 2016 p. 25.

La creazione di diritti particolari può determinare l'esistenza di quote depotenziate, cioè di partecipazioni dotate di diritti sottoporzionali, o addirittura prive di certe prerogative ordinarie.⁴¹

Possono quindi essere create delle quote privilegiate non essendoci alcun tipo di vincoli che non siano quelli posti all'interno del sistema societario.

Questa eventualità solleva però problemi dal punto di vista della *governance* della società. Nella s.p.a., infatti, alla soppressione del diritto di voto si accompagna anche la perdita dei diritti amministrativi connessi alla partecipazione. La questione che si pone è, dunque, se possa accadere lo stesso anche nel caso di una s.r.l. PMI aperta. Da una parte sarebbe irragionevole che un socio privo di diritto di voto fosse legittimato a intraprendere iniziative giudiziarie; dall'altra, invece, alla privazione del diritto di voto dovrebbe accompagnarsi l'attivazione di un meccanismo compensativo come l'applicazione di un sistema di controllo interno affidato ad un apposito organo. In altre parole, c'è la necessità di salvaguardare gli equilibri interni tra principio di maggioranza e principio di legalità.⁴²

Con la creazione di categorie di quote che possono essere offerte sul mercato, infatti, si amplia il divario tra il socio imprenditore e il socio investitore, il quale potrebbe non essere interessato alla gestione. Nel caso di una società aperta, data la possibilità di ricorrere al mercato e quindi con l'eventualità di un aumento dei soci, sarebbe plausibile limitare il diritto di partecipazione ed intervento nell'assemblea dei soci.⁴³

1. Diritti attribuibili alle quote

Il Consiglio Interregionale dei Consigli Notarili delle Tre Venezie e la Commissione Società del Consiglio Notarile di Milano si sono dedicati allo studio dei diversi diritti attribuibili alle categorie di quote.

⁴¹ CIAN, *S.r.l. PMI, s.r.l., s.p.a: schemi argomentativi per una ricostruzione del sistema*, in *Riv. Soc.*, 2018, p. 822.

⁴² BENAZZO, *Categorie di quote, diritto di voto e governance della "nuovissima" s.r.l.: quale ruolo e quale spazio per la disciplina azionaria nella s.r.l. PMI aperta?*, in *Riv. Soc.*, 2018.

⁴³ CAGNASSO, *Il socio privo di diritto di voto. Qualche riflessione in tema di proprietà e controllo nell'ambito della società P.M.I.*, IX Convegno Annuale dell'associazione Italiana dei Professori Universitari di Diritto Commerciali, in *Orizzonti del Diritto Commerciale*, Roma, 2018.

Da questi emerge che è lasciata all'autonomia delle parti la possibilità di creare categorie di quote dotate di diritti diversi, che potranno essere applicati a seconda delle concrete esigenze avvertite dai soci, nei limiti imposti dal:

- divieto di patto leonino⁴⁴ che esclude la possibilità di creare delle categorie di quote che escludano il diritto di uno o più soci di partecipare agli utili e alle perdite.
- divieto di prevedere forme di remunerazione garantite a favore dei soci che esclude la creazione di una categoria di quote che assicuri al socio una remunerazione del capitale sociale svincolata dal risultato positivo dell'esercizio;
- principio di uguaglianza il quale prevede che non sia ammissibile la creazione di categorie di quote che attribuiscano diritti diversi. Queste infatti devono attribuire uguali diritti e uguali obblighi.⁴⁵

Inoltre, l'autonomia lasciata ai soci nel determinare il contenuto delle quote concede loro ampi margini nella determinazione dei privilegi di natura patrimoniale che possono essere connessi alle singole categorie di quote. Queste allo stesso tempo, essendo depersonalizzate, trasferiscono i diritti insieme alla partecipazione rendendo quindi più appetibile l'acquisto della partecipazione da parte dei terzi interessati ad entrare nella compagine sociale.

In particolare, secondo quanto spiegato dal Notariato Triveneto alla presentazione dei propri Orientamenti, è possibile creare: categorie di quote a cui competano diritti di conseguire una quota di utili espressa in una cifra nominale prefissata, quote a cui competano diritti di conseguire in via prioritaria rispetto agli altri soci una quota di utili, quote escluse dagli utili in misura temporanea o sottoponendo l'esclusione a termine finale o a condizione risolutiva o sospensiva non meramente potestativa e quote postergare nelle perdite in modo totale o parziale.

Per quanto riguarda la creazione di categorie di quote prive di diritto di voto o con voto limitato a particolari argomenti o subordinati al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative, va sottolineato come l'art. 26, comma 3°, del d.l. n. 179/2012 riproduca sostanzialmente l'art. 2351, comma 2°, c.c. dettato in tema di s.p.a., fatta eccezione per il limite quantitativo del 50% previsto dal comma.

⁴⁴ Ex art. 2265 c.c. "È nullo il patto con il quale uno o più soci sono esclusi da ogni partecipazione agli utili o alle perdite".

⁴⁵ FURLANETTO, MARCIANO (2019, 21 marzo). *PMI – s.r.l. una riforma epocale*. Disponibile da <http://www.diritto24.ilsole24ore.com/art/03-21/pmi-srl-riforma-epocale-154432.php>. Secondo SALVATORE, *Le start up innovative tra dato normativo e prassi contrattuale*, in *Il Nuovo Diritto delle Società*, 2014, p. 21, "Si potrebbe sostenere che detti limiti possano operare anche per le s.r.l." (qui parla dei limiti all'emissione di azioni con diritto di voto limitato nelle s.p.a.). DACCÒ, *Diritti particolari e recesso dalla srl*, Giuffrè, Milano, 2013.

Questo limite era stato imposto per assicurare il governo della società, attraverso il voto in assemblea, solo a chi fosse stato titolare di una frazione significativa del capitale sociale per evitare un'eccessiva concentrazione di potere nelle mani di soci con azioni a voto pieno che rappresentino una frazione non significativa del capitale sociale.

Tutto questo non è previsto per le s.r.l. PMI.

Infatti, come riporta il Notariato Triveneto, *“le S.r.l. PMI possono 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 in misura anche eccedente il 50% del totale delle partecipazioni”*.

I soci di una s.r.l. PMI possono inoltre limitare o escludere, per una o per più categorie di quote, le facoltà di informazione e consulenza previste dall'art. 2476, comma 2°, c.c. per il periodo in cui sia in essere la funzione di controllo sulla gestione.

Tale norma, infatti, dispone che i soci che non partecipano all'amministrazione, hanno diritto di avere dagli amministratori notizie sullo svolgimento degli affari sociali e di consultare i libri sociali e i documenti relativi all'amministrazione. Questi diritti possono però essere eliminati solo per il periodo in cui sia in essere la funzione di controllo sulla gestione.⁴⁶

Altri diritti applicabili alle categorie di quote potrebbero essere diritti di prelazione, di trascinarsi, di recesso, di co-vendita o possono prevedere la limitazione o l'assenza del diritto di sottoscrizione di aumenti di capitale a pagamento.⁴⁷

I titolari di categorie di quote prive di diritto di voto hanno comunque il diritto di consultare il libro delle decisioni dei soci,⁴⁸ sono legittimati a far valere la nullità delle deliberazioni delle decisioni dei soci, possono promuovere l'azione risarcitoria diretta a far valere il danno cagionato dalla non conformità della deliberazione alla legge o allo statuto, in caso di decisione annullabile⁴⁹ ed, infine, sono legittimati alla denuncia all'organo sindacale.

⁴⁶ In nessun caso però può essere soppresso il diritto di consultazione del libro dei soci e del libro delle decisioni dei soci.

⁴⁷ Salvo l'osservanza dell'art. 2482-ter c.c..

⁴⁸ Come previsto per gli azionisti all'art. 2422, comma 1° c.c..

⁴⁹ Come previsto per gli azionisti all'art. 2377, comma 3° c.c.

Il legislatore, però, non dice nulla riguardante la presenza di assemblee speciali a cui partecipino i soci titolari di categorie di quote né che questi abbiano il compito di approvare le deliberazioni dell'assemblea generale pregiudizievoli dei loro diritti.⁵⁰

IV. Tutele a favore dell'investitore: il diritto di recesso e di co-vendita

L'ampliamento della disciplina del *crowdfunding* alle piccole e medie imprese ha "creato" due tipologie di soci: i soci "imprenditori", coloro che partecipano attivamente alla gestione della società; e i soci "investitori" o "finanziatori", ossia coloro che hanno acquistato sul mercato le quote emesse dai primi vedendole come un investimento.

Questa situazione ha richiesto un rafforzamento delle tutele per i soci investitori. In tal senso, sono state introdotte delle previsioni che impongono al gestore del portale di verificare che lo statuto della società offerente preveda il diritto di recesso dalla società o di vendita della partecipazione.

Infatti l'art 24, comma 1°, lettera a) del Regolamento Consob,⁵¹ impone come requisito obbligatorio per l'ammissione dell'offerta al portale la presenza nell'atto costitutivo della previsione del *"diritto di recesso dalla società ovvero il diritto di co-vendita delle proprie partecipazioni nonché le relative modalità e condizioni di esercizio nel caso in cui i soci di controllo, successivamente all'offerta, trasferiscano direttamente o indirettamente il controllo a terzi, in favore di investitori diversi dagli investitori professionali o dalle altre categorie di investitori indicate al comma 2 che abbiano acquistato o sottoscritto strumenti finanziati offerti tramite portale. Tali diritti sono riconosciuti per almeno tre anni dalla conclusione dell'offerta"*.

Il socio titolare di differenti categorie di quote può, però, esercitare il diritto di recesso anche limitatamente ad una sola categoria, continuando a detenere le quote di differenti categorie.⁵²

Tramite il recesso il socio esercita la sua facoltà di richiedere l'annullamento della propria partecipazione ricevendo il rimborso a valore di mercato della stessa da parte della società. Nel caso in cui, però, non sia possibile esercitare il diritto di recesso individuale, il socio può cercare di vendere la propria partecipazione ad un terzo, avvalendosi di clausole c.d. *tag along* e *drag*

⁵⁰ BENAZZO, *Categorie di quote, diritti di voto e governance della "nuovissima" s.r.l.: quale ruolo e quale spazio per la disciplina azionaria nella s.r.l. PMI aperta?*, in *Riv. Soc.*, 2018.

⁵¹ Adottato con delibera n.18592 del 26 giugno 2013.

⁵² Massima dei Consigli Notarili delle Tre Venezie n. I. N. 12 "legittimità del recesso riferito ad una sola delle quote di categoria detenute da un medesimo socio".

along o, per meglio dire, clausole di co-vendita. Queste clausole non rientrano in una disciplina specifica ma possono essere strutturati con notevoli margini di autonomia dalle parti.⁵³

La clausola *tag along* è generalmente posta a tutela dei soci di minoranza. In forza di questa clausola il soggetto intenzionato a cedere la propria partecipazione potrà farlo a condizione di ottenere dal suo acquirente l'impegno all'acquisto delle residue quote alle medesime condizioni a lui riconosciute.⁵⁴ In altri termini, l'esercizio del *tag along* si sostanzia nel diritto di essere coinvolto nella trattativa di vendita.

Per quanto riguarda la clausola di *drag along* o diritto di trascinamento, non ci si riferisce più ad un diritto, ma ad un obbligo di co-vendita. Si tratta di un patto con il quale le parti stabiliscono che, nel caso in cui una di queste intenda vendere la sua quota, le altre sono obbligate a cedere le loro partecipazioni in favore dello stesso acquirente.⁵⁵

⁵³ BALLERINI, *I patti di co-vendita nelle società: funzioni e struttura*, in *Contr. e Impr.*, 2014, p. 1011.

⁵⁴ DIVIZIA, *Clausole statutarie di covendita e trascinamento*, in *Riv. Not.*, 2009, p. 157.

⁵⁵ BALLERINI, *I patti di co-vendita nelle società: finzioni e struttura*, *op. cit.*

CAPITOLO 3: La s.r.l. “aperta”

I. Il quadro normativo post riforma

Data la possibilità di creare categorie di quote prive di diritto di voto o dotate di diritti diversi per tutte le s.r.l. PMI, bisogna chiedersi se sussistano dei limiti all'autonomia statutaria. Una maggiore apertura della compagine sociale, infatti, richiederà necessariamente una minore autonomia, in quanto la società, sempre più aperta, coinvolgerà e stravolgerà gli interessi dei terzi, i quali, data la naturale presenza di un'asimmetria informativa, non godranno delle stesse informazioni dei soci. La questione è stata finora ampiamente discussa. Il legislatore, infatti, non detta una disciplina esclusivamente propria delle s.r.l. PMI aperte, non richiama espressamente discipline e modelli alternativi e non assegna o individua uno o più elementi caratterizzanti della s.r.l. PMI aperta, tale da affiancarla, almeno idealmente, alla s.r.l. di diritto comune.

La possibilità di redigere il bilancio in forma semplificata, la mancanza d'obbligo per le s.r.l. sotto la soglia di introdurre un controllo istituzionalizzato e in quelle di sopra soglia la possibilità di affidare tale compito al revisore e la mancanza dell'assemblea speciale, rendono la s.r.l. scarsamente affidabile per la tutela degli investitori.⁵⁶

Inoltre, l'investitore si trova a dover affidare la propria gestione del risparmio a un'organizzazione nella quale potrebbe mancare un sistema di controllo interno di tipo istituzionale, potrebbe non sussistere un'organizzazione interna di categoria a tutela degli interessi comuni ai risparmiatori e potrebbe essere messa a disposizione un'informativa sulla situazione economica, patrimoniale e finanziaria scarsa, fornita di un bilancio in forma abbreviata, privo del rendiconto finanziario.⁵⁷ Per di più la legittimazione di ciascun socio all'impugnazione delle delibere assembleari, i penetranti poteri di controllo dei soci non amministratori e la legittimazione individuale a promuovere l'azione di responsabilità nei confronti degli amministratori sembrano diritti difficilmente compatibili con il tipo societario in questione, caratterizzato da un numero indefinito di soci.

Il legislatore, infatti, non offre regole esclusive che possano essere applicabili alle s.r.l. PMI che offrano al pubblico le proprie partecipazioni, salvo quelle ricavabili dalla disciplina del *crowdfunding* contenuta nel TUF e nel regolamento Consob.

⁵⁶ CAGNASSO, *Profili organizzativi e disciplina applicabile alle s.r.l. P.M.I.*, XXXII Convegno di studio su “Società a responsabilità limitata, piccola e media impresa, mercati finanziari: un mondo nuovo?”, Courmayeur, 2018.

⁵⁷ BENAZZO, *Categorie di quote, diritti di voto e governance della “nuovissima” s.r.l.*, op. cit.

Una soluzione per ovviare a questo problema potrebbe essere l'individuazione delle regole che derivino dall'accostamento di norme tratte dalla disciplina della s.r.l., magari adattate, con altre derivanti dal tessuto normativo della s.p.a. o dalla s.p.a. quotata, anche in questo caso con gli opportuni adattamenti, in modo da creare una tipologia societaria di carattere ibrido, collocata in una posizione intermedia tra la s.p.a. quotata e la s.r.l. chiusa.

Naturalmente in assenza di un'offerta al pubblico o di una creazione statutaria di quote passibili di una simile offerta, la s.r.l. PMI, anche se in potenza aperta, sarebbe immune dalla necessità di un innesto diretto della disciplina azionaria. Il confronto con il tipo azionario, invece, si imporrebbe se la s.r.l. PMI abbia già proceduto a un collocamento presso il pubblico delle proprie quote o abbia almeno fatto uso delle possibilità di deroghe al diritto societario.⁵⁸

II. La governance delle s.r.l. aperte

Nelle s.r.l. la *governance* della società risulta essere uno dei profili più critici. Sappiamo infatti che, nella s.r.l. solo i soci possono ricoprire la carica di amministratori, salvo diversa previsione nell'atto costitutivo. I soci imprenditori potrebbero facilmente essere essi stessi amministratori e curare i propri interessi e non quelli della società.

Nella s.r.l. PMI aperta, però, in cui la compagine societaria è formata da soci risparmiatori che non sono avvezzi a coinvolgimenti in materie di tipo gestori, non preparati e non interessati ad esercitare influenze dirette su operazioni e atti amministrativi in senso stretto, si potrebbe pensare che nel passaggio dalla s.r.l. chiusa alla s.r.l. aperta si compiano due mutamenti. Da un lato la regressione nel ruolo dei soci, da uno decisionale ad uno semplicemente autorizzativo; dall'altro il ritorno ad un regime nel quale le responsabilità riguardanti la gestione gravino esclusivamente sugli amministratori.⁵⁹ Bisognerebbe quindi intervenire sulla disciplina dell'amministrazione prevedendo magari mandati temporali o sottraendo l'incarico ai soci stessi. Il tema, però, rimane tuttora aperto.

La proposta di decreto legislativo recante modifiche al codice civile, in attuazione della legge delega 30 ottobre 2017, n. 155, redatta dalla Commissione Rordorf, ha previsto su questo tema nuove regole, innovazioni e codificazioni relative alla disciplina delle società.

L'art. 2086, comma 2°, c.c. prevede il “*dovere di istituire un assetto organizzativo, amministrativo e contabile adeguato alla natura e alle dimensioni dell'impresa, anche in*

⁵⁸ BENAZZO, *Categorie di quote, diritti di voto e governance della “nuovissima” s.r.l.*, op.cit.

⁵⁹ BENAZZO, *Categorie di quote, diritti di voto e governance della “nuovissima” s.r.l.*, op.cit.

funzione della rilevazione tempestiva della crisi dell'impresa e della perdita della continuità aziendale". Questi assetti erano già presenti nella figura degli amministratori e dei sindaci delle s.p.a. ma, con la riforma sopra indicata, vengono estesi tali doveri ad ogni imprenditore, modificando l'art. 2475 c.c. in tema di amministrazione della s.r.l..

Inoltre, viene introdotta l'ipotesi della responsabilità dei soci amministratori di s.r.l. verso i creditori sociali, così come nel caso degli amministratori di s.p.a., integrando le regole dell'art. 2476 c.c. che prevedono soltanto la responsabilità verso la società e i singoli soci o terzi.⁶⁰

Per ultima, la riforma prevede l'applicazione dell'art. 2409 c.c., relativo alla denuncia di gravi irregolarità degli amministratori, anche nel caso in cui la s.r.l. sia priva di organo di controllo.

Le soluzioni interpretative viste fino ad adesso sono tutte dirette all'estensione delle regole della *governance* delle s.p.a. alle s.r.l., soprattutto nel caso in cui di tratti di s.r.l. aperta dove si ha l'esigenza di dotare tale società di regole rigorose per tutelare i soci finanziatori.

Sono infatti state fatte delle proposte che suggeriscono di attribuire ai soci *crowdfunders* il diritto di nominare un amministratore indipendente oppure di riservare loro la nomina di un amministratore di minoranza in modo da rafforzare la *voice* degli investitori.

III. L'organo di controllo e il revisore

Con la riforma del diritto societario, il legislatore è intervenuto anche sull'organizzazione della s.r.l. regolando la materia dei controlli interni. Infatti, se nella s.p.a. la presenza dell'organo di controllo è sempre obbligatoria, nella s.r.l. è imposta la nomina di un organo sindacale e di un revisore solo se ricorrono le condizioni di cui all'art. 2477, comma 2°, c.c..

L'unica previsione specifica in materia di controllo contabile si registra nell'ambito della disciplina dedicata alle PMI innovative, per assumere e mantenere la qualifica, ed impone la certificazione dell'ultimo bilancio a cura di un revisore contabile o di una società di revisione.⁶¹

Nel caso di una s.r.l. aperta, però, data la presenza di un pubblico di soci finanziatori, appariva necessaria l'applicazione delle norme della s.p.a. per quanto riguarda la presenza di un organo sindacale, sia pure nella versione semplificata del sindaco unico, in modo tale da non interfacciarsi al mercato del capitale di rischio priva di un organo sindacale a cui sia affidato il controllo sulla gestione e la revisione legale dei conti.

⁶⁰ CAGNASSO, *Profili organizzativi e disciplina applicabile alle s.r.l. PMI*, op. cit.

⁶¹ CORSO, *S.r.l. PMI aperte al mercato: scelte statutarie e diritti dei soci investitori*, op. cit., p. 905.

Sappiamo che nella s.r.l., tra i diritti rilevanti del socio, vi è tuttavia il potere di controllo ex art. 2476 c.c.. La presenza di questo articolo giustificava l'assenza di un organo sindacale ma, con la recente possibilità di offrire le proprie quote sul mercato, questo potrebbe rappresentare anche una potenziale minaccia per la società. L'acquisto di quote sul mercato potrebbe, infatti, risalire ad un'attività di spionaggio industriale di un competitor. Anche se, come detto precedentemente, questa situazione può essere limitata dalla facoltà di creare categorie di quote prive di diritto di voto, in modo tale che il diritto di controllo sia circoscritto al solo controllo del libro delle decisioni dei soci. Naturalmente, nulla vieta ai soci di avvalersi della facoltà di inserire clausole nello statuto che permettano ai soci privi di diritto di voto di esercitare poteri di controllo. Infatti, potrebbe venirsi a creare un sistema di *governance* paradossale in cui i soci che investono cifre significative nella società siano stati sprovvisti del diritto di voto o possano intervenire solo in alcune delibere.⁶²

Un tentativo di limitare i rischi di questa nuova disciplina è stato fatto dalla dottrina tramite la proposta di applicazione dei limiti previsti per le s.p.a. in modo tale da rispettare l'equilibrio tra rischio e potere. Infatti, non è possibile che chi partecipa al capitale industriale sia completamente sprovvisto di diritti ma, allo stesso tempo, chi investe di più deve poter esercitare un controllo maggiore. Per questo motivo si è ampiamente discusso circa la necessità o meno della presenza di un organo di controllo.

Con il d.l. 14/2019 del Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza, la situazione è completamente cambiata. Questo decreto ha infatti esteso l'obbligo di nomina dell'organo di controllo o di un revisore legale di conti per tutte quelle società che nei due esercizi precedenti abbiano superato almeno uno dei tre nuovi limiti stabiliti dall'art. 2477 c.c..⁶³

Il Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza ha quindi abbassato le soglie previste per la nomina obbligatoria dell'organo di controllo o del revisore delle s.r.l., ampliando di conseguenza il numero di soggetti che potranno ricoprire tale incarico; inoltre, interviene anche per regolare la mancata nomina dell'organo di controllo, attribuendo ai soci il potere di denuncia al Tribunale per gravi irregolarità da parte degli amministratori.⁶⁴

⁶² CIAN, *Le start-up innovative a responsabilità limitata: partecipazioni, altri rapporti partecipativi e nuovi confini dal tipo*, in *Nuove Leggi Civili commentate*, n. 6/2014, p. 1179.

⁶³ (i) totale dell'attivo dello stato patrimoniale di 2 milioni di euro; (ii) ricavi delle vendite e delle prestazioni per 2 milioni di euro; (iii) numero di dipendenti occupati in media durante l'esercizio uguale a 10.

⁶⁴ PALETTA, *Dal 2019 organi di controllo o revisori legali obbligatori per le PMI in veste di SRL e Coop*, 2019. Disponibile su <https://www.diritto24.ilsole24ore.com/art/dirittoCivile/2019-06-03/dal-2019-organi-controllo-o-revisori-legali-obbligatori-le-pmi-veste-srl-e-coop-110900.php>

L'estensione dell'obbligo ha però causato molte polemiche. Per questo motivo, con un'altra modifica alle regole sull'obbligo di nomina dell'organo di controllo nelle s.r.l. i parametri sono raddoppiati. Stiamo parlando dell'art. 2-bis, comma 2° della l. n. 55/2019, che con l'obiettivo di favorire l'emersione e la gestione tempestiva della crisi, ha riscritto il secondo e terzo comma della disposizione codicistica, prevedendo la nomina obbligatoria dell'organo di controllo o del revisore se la società è tenuta alla redazione del bilancio consolidato, controlla una società obbligata alla revisione legale dei conti e ha superato per due esercizi consecutivi almeno uno dei seguenti limiti: (i) totale dell'attivo dello stato patrimoniale: 4 milioni di euro (ii) ricavi delle vendite e prestazioni: 4 milioni di euro (iii) 20 dipendenti occupati durante l'esercizio.

Nel caso in cui si superino i requisiti previsti, la nomina spetta ai soci entro trenta giorni dall'assemblea che approva il bilancio in cui vengono superati i suddetti limiti.

Inoltre, l'art. 2477 c.c. stabilisce che, nel caso in cui, per due esercizi consecutivi, vengano meno le cause che hanno imposto la nomina del sindaco o del collegio sindacale, l'obbligo cessa. Fintanto che sussistono i presupposti che rendono obbligatori la nomina dell'organo di controllo, però, l'unico motivo plausibile di revoca è la giusta causa e l'approvazione da parte del tribunale.⁶⁵

La presenza dell'organo di controllo incide inoltre sul diritto dei singoli soci di promuovere l'azione di responsabilità nei confronti dell'amministratore. Nella s.r.l. "chiusa" ogni socio può esercitare tale diritto e può richiedere la revoca dell'amministratore nei casi di gravi irregolarità.⁶⁶ L'art. 2409 c.c., infatti, attribuisce ai soci il potere di denuncia al Tribunale nel caso di forte sospetto di gravi irregolarità nella gestione da parte degli amministratori. Questo articolo però non è richiamato nella disciplina della s.r.l. ma secondo parte della dottrina i sindaci sarebbero legittimati ad avvalersi di tale procedura. In questo caso la presenza dell'organo di controllo eliminerebbe tale diritto in una società "aperta" ma non inciderebbe in una società "chiusa".⁶⁷

⁶⁵ Come recitato dall'art. 2400 c.c. che disciplina la società per azioni.

⁶⁶ Art. 2476, comma 3°, c.c. "l'azione degli amministratori è promossa da ciascun socio il quale può altresì chiedere, in casi di gravi irregolarità nella gestione della società, che sia adottato il provvedimento cautelare di revoca degli amministratori medesimi"

⁶⁷ CAGNASSO, *Il socio di s.r.l. privo del diritto di voto. Qualche riflessione in tema di proprietà e controllo nell'ambito delle società PMI*, presentato al IX Convegno Annuale dell'associazione Italiana dei Professori Universitari di Diritto Commerciale, in *Orizzonti del diritto commerciale*, 2018, p. 26.

CONCLUSIONI

In questo elaborato abbiamo visto come negli ultimi anni la disciplina delle società a responsabilità limitata si è ampiamente evoluta grazie ad alcuni importanti interventi legislativi. L'entrata in vigore delle nuove norme ha permesso alla stragrande maggioranza delle imprese costituite in forma di società a responsabilità limitata di poter offrire al pubblico le proprie quote come prodotti finanziari anche attraverso l'utilizzo di piattaforme dedicate, di poter creare categorie di quote modulandone i diritti correlati e, a determinate condizioni, di poter effettuare operazioni sulle proprie partecipazioni. La società a responsabilità limitata è divenuta così un modello flessibile in cui all'autonomia privata è offerta la possibilità di modulare e combinare elementi propri di diversi modelli organizzativi.⁶⁸

Come era prevedibile però, questo notevole cambiamento ha suscitato reazioni contrastanti. Vi è infatti chi lo ha considerato eccessivo e chi invece lo ha valutato come un incentivo alla competitività delle imprese, vedendolo come una possibilità per queste di avvicinarsi alla struttura azionaria ma mantenendo comunque le caratteristiche proprie delle società a responsabilità limitata. In ogni caso sta agli operatori di ogni nuova s.r.l. PMI utilizzare al meglio gli strumenti che la legge ha messo a loro disposizione.

Il d.l. 24 aprile 2017, n. 50 ha creato quindi un vero e proprio sconvolgimento del sistema delle società di capitali: oggi accanto alla s.r.l. chiusa, costituita intorno alla figura del socio, è presente un nuovo tipo societario che si caratterizza per il fatto di poter collocare le proprie quote tra il pubblico di sottoscrittori. Il carattere chiuso della società, che emergeva come elemento distintivo dopo la riforma del 2003 e che veniva considerato come un tratto tipologico caratterizzante della s.r.l. prima delle nuove riforme, è quindi venuto meno grazie alla possibilità di reperire capitale di rischio sul mercato.⁶⁹

L'intervento normativo deve essere letto, infatti, come un impulso allo sviluppo della crescita economica e come un modo per incentivare gli investimenti, la flessibilità e la competitività delle imprese che prediligono come forma giuridica quella della società a responsabilità limitata. Dobbiamo infatti ricordare che l'Italia non è caratterizzata da molte s.p.a. e da gruppi societari di grandi dimensioni, ma da tantissime piccole e medie imprese.

Come abbiamo visto, però, la normativa posta alla base della nuova s.r.l. PMI, risulta piuttosto scarna rispetto a quella della società per azioni alla quale, molte volte, il legislatore fa

⁶⁸ CORSO, *S.r.l. – PMI aperte al mercato: scelte statutarie e diritti dei soci investitori*, op. cit.

⁶⁹ BUTTURINI, *I diritti del socio di s.r.l. e l'autonomia statutaria*, in *Diritto Societario*, Padova, 2018, p. 190.

riferimento per colmare le lacune normative. Dobbiamo infatti ricordare che la normativa posta alla base della s.r.l. ordinaria è rivolta ad una società chiusa e quindi non adatta al mercato del capitale di rischio. Per la s.r.l. PMI, il poter creare categorie di quote fornite di diritti diversi e la possibilità di attrarre investimenti dall'esterno, la rendono vicina alla disciplina della s.p.a. eliminando il grande divario che separava questi due tipi societari e lasciando la possibilità al legislatore di poter applicare alcune delle norme previste per la società per azioni anche alla s.r.l. PMI. Per questo motivo un intervento legislativo in materia sarebbe quanto mai auspicabile in modo da risolvere parte dei contrasti e colmare lacune a cui la dottrina non può provvedere da sola. In definitiva possiamo dedurre, però, che resta in larga parte affidato all'autonomia privata l'onere di ricalibrare la disciplina attraverso gli ampi spazi concessi nella società a responsabilità limitata, naturalmente ponendosi la necessità di precisare i limiti di tale autonomia e tenendo conto anche delle esigenze di tutela degli investitori derivanti dall'apertura della società al mercato.

Alla luce di quanto analizzato fino ad adesso, appare ragionevole ipotizzare che, in futuro, potranno configurarsi tre diverse tipologie di s.r.l. PMI a seconda delle concrete esigenze della compagine sociale:

- S.r.l. "ordinarie" che continueranno a seguire la disciplina codicistica e che non usufruiranno delle deroghe.
- S.r.l. PMI "chiuse" che accoglieranno con favore le deroghe al diritto societario e che inseriranno nello statuto alcune, se non addirittura tutte le norme "speciali", senza tuttavia aprire il capitale al pubblico avvicinandosi così al modello di s.p.a. chiuse.
- S.r.l. PMI "aperte" che, oltre ad inserire nel proprio statuto le nuove norme, offriranno le loro quote al pubblico avvicinandosi, dunque, alle s.p.a. quotate.

Le innovazioni apportate alla disciplina della s.r.l. PMI hanno quindi modificato in alcuni ambiti la struttura del tipo s.r.l. così come era stata pensata con la riforma del diritto societario. Oggi, infatti, ci troviamo davanti alla possibilità di far rivestire alla propria società sia i caratteri della s.r.l. tradizionalmente chiusa, sia i caratteri permessi dalla nuova normativa, che consentono alla s.r.l. di reperire i capitali sul mercato e, quindi, di strutturarsi come una s.r.l. un po' più "aperta".

RIFERIMENTI

BIBLIOGRAFIA

1. ALVISI, *Equity crowdfunding: uno sguardo comparatistico*. In *Rivista di diritto bancario*, 2014.
2. ANGELICI, *La riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale*, Padova, 2003.
3. BALLERINI, *I patti di co-vendita nelle società: funzioni e struttura*, in *Contr. e Impr.*, 2014.
4. BENAZZO, *Categorie di quote, diritti di voto e governance della "nuovissima" s.r.l.: quale ruolo e quale spazio per la disciplina azionaria nella s.r.l. PMI aperta?*, in *Riv. Soc.*, 2018.
5. BUTTURINI, *I diritti del socio di s.r.l. e l'autonomia statutaria*, in *Diritto Societario*, Padova, 2018.
6. CAGNASSO, *Il socio privo di diritto di voto. Qualche riflessione in tema di proprietà e controllo nell'ambito della società P.M.I.*, IX Convegno Annuale dell'associazione Italiana dei Professori Universitari di Diritto Commerciale, in *Orizzonti del Diritto Commerciale*, Roma, 2018.
7. CAGNASSO, *Profili organizzativi e disciplina applicabile alle s.r.l. P.M.I.*, XXXII Convegno di studio su "Società a responsabilità limitata, piccola e media impresa, mercati finanziari: un mondo nuovo?", Courmayeur, 2018.
8. CAPELLI, *L'equity based crowdfunding e i diritti dei soci*, V Convegno annuale dell'Associazione Italiana dei Professori Universitari di Diritto Commerciale sul tema "L'impresa e il Diritto Commerciale: innovazione, creazione di valore, salvaguardia del valore della crisi" in *Orizzonti del Diritto Commerciale*. Disponibile su http://www.orizzontideldirittocommerciale.it/media/24090/capelli_i.pdf
9. CIAN, *L'intestazione intermediata delle quote di S.R.L. PMI: rapporto societario, regime della circolazione*, in *Nuove leggi civili commentate*, 2018.
10. CIAN, *Le start-up innovative a responsabilità limitata: partecipazioni, altri rapporti partecipativi e nuovi confini dal tipo*, in *Nuove Leggi Civili commentate*, n. 6/2014.

11. CIAN, *S.r.l. PMI, s.r.l., s.p.a: schemi argomentativi per una ricostruzione del sistema*, in *Riv. Soc.*, 2018.
12. CIAN, *Società start up innovative e PMI innovative*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 2015.
13. CORSO, *S.r.l. – PMI aperte al mercato: scelte statutarie e diritti dei soci investitori*, in *Banca Borsa*, 2019.
14. DACCÒ, *Diritti particolari e recesso dalla srl*, Giuffrè, Milano, 2013.
15. DACCÒ, *La s.r.l. Caratteristiche tipologiche e struttura formale*, in CIAN (a cura di), *Manuale di diritto commerciale*, Torino, Giappichelli Editore, 2017, II edizione, p. 519.
16. DE LUCA, “*Crowdfunding e quote ‘dematerializzate’ di s.r.l.? Prime considerazioni*”, in *Nuove leggi civili commentate*, 2016.
17. DIVIZIA, *Clausole statutarie di covendita e trascinamento*, in *Riv. Not.*, 2009.
18. FERRARINI, *I costi dell’informazione societaria per le PMI: mercati alternativi, crowdfunding e mercati privati*, in *Analisi Giuridica dell’Economia*, 2013.
19. FREGONARA, *Il crowdfunding: un nuovo strumento di finanziamento per le start up innovative*, Relazione al V Convegno annuale dell’Associazione Italiana dei Professori Universitari di Diritto Commerciale sul tema “*L’impresa e il Diritto Commerciale: innovazione, creazione di valore, salvaguardia del valore della crisi*”, Roma, 2014.
20. FREGONARA, *Strumenti di ricorso al capitale di credito e di rischio nella società a responsabilità limitata innovative “chiuse”*, in *Banca borsa*, 2017.
21. MOSCO, *Start-up e PMI innovative: equity crowdfunding e deroghe al diritto societario*, in *La folla e l’impresa. Un dialogo sulle dinamiche di co-creazione di valore e strumenti di finanziamento dell’impresa*, a cura di Laudonio e Colurcio, Bari, 2016.
22. REVIGLIONO, *Sottoscrizione e trasferimento delle partecipazioni nelle P.M.I. costituite in forma di s.r.l.*, in *Riv. Soc.*, 2019.
23. SALVATORE, *Le start up innovative tra dato normativo e prassi contrattuale*, in *Il Nuovo Diritto delle Società*, 2014.

SITOGRAFIA

<http://www.diritto24.ilsole24ore.com/art/03-21/pmi-srl-riforma-epocale-154432.php>.

<https://www.altalex.com/documents/news/2019/04/17/la-nuova-srl-pmi>

<https://www.diritto.it/la-nuova-s-r-l-alla-luce-della-riforma-del-diritto-societario/>

<https://www.diritto24.ilsole24ore.com/art/dirittoCivile/2019-06-03/dal-2019-organi-controllo-o-revisori-legali-obbligatori-le-pmi-veste-srl-e-coop-110900.php>

<https://www.personaedanno.it/articolo/societa-a-responsabilita-limitata-riforma-del-2003-e-responsabilita-dei-soci-riccardo-mazzon>