

Università degli Studi di Padova

Dipartimento di Diritto Privato e Critica del Diritto

Dipartimento di Diritto Pubblico, Internazionale e Comunitario

Corso di Laurea Magistrale in

Giurisprudenza

a.a. 2021/2022

Titolo tesi: La tutela del “socio-investitore” nella s.r.l. PMI “aperta”

Relatore: prof. Marco Speranzin

Studente: Giacomo Ongaro

Indice

1. Capitolo 1 – S.r.l. PMI e autonomia statutaria	3
1.1 Considerazioni introduttive	3
1.2 Interventi legislativi in materia di S.r.l. (2003-2015).....	5
1.3 Intervento legislativo del 2017.....	7
1.4 Disciplina del crowdfunding.....	9
1.5 Apertura delle s.r.l. al mercato del capitale di rischio: l’esperienza degli altri ordinamenti europei.	12
1.6 Regolamento (UE) 2020/1503: Regulation on european crowdfunding service providers..	14
1.7 S.r.l. pmi “aperte”	16
1.8 “Grandi” S.r.l.: partecipazioni e autonomia statutaria.....	23
1.9 S.r.l. pmi: quote standardizzate e superamento del divieto di rappresentazione in azioni....	29
1.10 Categorie di quote fornite di diritti diversi	33
1.11 Limiti alla creazione di categorie di quote	40
1.12 Quote di categoria e diritto di voto	43
1.13 Limiti alla creazione di categorie di quote prive del diritto di voto	49
1.14 Schema riassuntivo Capitolo 1.....	55
2. Capitolo 2 - Tutela del “socio-investitore”.....	56
2.1 Diritti in capo al socio investitore	56
2.2 Impugnazione delle delibere e azione di responsabilità	61
2.3 Limiti al diritto di controllo del “socio-investitore”.....	65
2.4 ... e conseguenze sul piano del diritto societario.....	71
2.5 Regolamento crowdfunding e tutela del socio investitore.....	74
2.6 Obblighi informativi.....	76
2.7 Tutela risarcitoria	82
2.8 Tutela diretta dell’investitore non professionale: recesso e revoca.....	85
2.9 Diritti di <i>exit</i> del socio <i>crowdfunder</i>	88
2.10 Schema riassuntivo Capitolo 2.....	95
3. Capitolo 3 - Circolazione delle partecipazioni e possibile creazione di un mercato secondario ..	96
3.1 Crowdfunding e quote “dematerializzate”.....	96
3.2 Intestazione intermediata delle quote di s.r.l. pmi.....	97
3.3 Legittimazione all’esercizio dei diritti.....	101
3.4 Circolazione della quota.....	104

3.5	Regime di tutela dell'acquisto	107
3.6	Illiquidità della quota e possibile creazione di un mercato secondario	111
3.7	Schema riassuntivo Capitolo 3.....	119
4.	Capitolo 4 - Dati empirici e conclusioni	120
4.1	<i>Equity crowdfunding</i> : dati empirici.....	120
4.2	Conclusioni.....	123
	Bibliografia	126

1. Capitolo 1 – S.r.l. PMI e autonomia statutaria

1.1 Considerazioni introduttive

La tesi mira ad una ricostruzione della disciplina posta a tutela del socio cd. “investitore” nella s.r.l. PMI “aperta” alla luce dei recenti interventi legislativi, segnatamente il d.l. 50/2017, il d.lgs. 129/2017, nonché la disciplina applicabile ai portali di *crowdfunding*.

Anzitutto, preme sottolineare come la discussa potenziale apertura di tali società sia fenomeno subordinato a due fondamentali possibilità, inizialmente riconosciute dal legislatore in favore di start-up e PMI innovative e, successivamente, estese ad ogni società a responsabilità limitata rispondente ai parametri dimensionali fissati dalla Raccomandazione 2003/361 della Commissione Europea¹.

¹ In favore dell'applicazione di tali criteri dimensionali il Comitato Interregionale dei Consigli notarili delle Tre Venezie, il quale ha affermato, con Massima I.N. 1, che: “*per la definizione di S.r.l.-PMI occorre far riferimento alla raccomandazione della Commissione Europea 2003/361/CE, allegato 1, sia per quanto riguarda le caratteristiche oggettive sia per quanto riguarda i criteri di accertamento di tali caratteristiche. A quanto sopra consegue che è S.r.l.-PMI la società che soddisfi contemporaneamente le seguenti caratteristiche oggettive:*

1) abbia ad oggetto una qualsiasi attività economica, anche non commerciale e anche non di impresa (art. 1 racc. CE);

2) occupi meno di 250 persone ed abbia un fatturato annuo non superiore ai 50 milioni di Euro oppure un totale di bilancio annuo non superiore ai 43 milioni di Euro (art. 2 racc. CE);

3) non appartenga a gruppi di imprese il cui potere economico superi quello di una PMI ai sensi dei considerando

In primo luogo, la rinnovata formulazione dell'art. 26 del decreto legge 18 ottobre 2012 n. 179 estende ad ogni s.r.l. PMI, indipendentemente da qualsivoglia carattere di innovatività, la possibilità di emettere quote di categoria anche prive del diritto di voto. Ne consegue un assetto proprietario potenzialmente caratterizzato dalla compresenza di soci imprenditori e soci investitori, che tende ad assumere vesti para-azionarie.

Una seconda deviazione dall'ordinario statuto previsto per le s.r.l. attiene, invece, alla possibile offerta al pubblico di quote di partecipazione, in deroga all'art. 2468 c.c., anche mediante i cd. portali di *crowdfunding*.

Nel sistema disegnato dal codice, l'accesso al mercato dei capitali di rischio è riservato alla società per azioni, la cui disciplina evidenzia un maggior grado di inderogabilità quanto alle strutture organizzative, ai procedimenti decisionali e agli strumenti di tutela in capo ai soci. Tale contrazione dell'autonomia statutaria, che si contrappone all'ampissima libertà riconosciuta all'atto costitutivo della s.r.l., è un immediato corollario delle esigenze di tutela del risparmio diffuso. Per contro, la società a responsabilità limitata si presenta, nell'idea del legislatore del 2003, come una società chiusa e connotata da un'immanenza del socio sulla gestione societaria, nonché da un'ampia autonomia statutaria.

Tale quadro normativo, tuttavia, è sostanzialmente mutato alla luce dei due sopracitati interventi e, conseguentemente, emergono una serie di dubbi interpretativi da cui derivano i tre quesiti fondamentali che costituiscono la ragione d'essere del presente contributo.

Anzitutto, preme identificare se e a quali condizioni debba ritenersi necessaria una disapplicazione dell'ordinaria disciplina prevista per la società a responsabilità limitata, seppur nella piena consapevolezza che l'intervento legislativo del 2017 non introduce un nuovo tipo societario, ma si limita invece ad estendere una serie di deroghe all'ordinaria disciplina codicistica, già previste per start-up innovative e PMI innovative, ad ogni s.r.l. PMI.

(9), e ss., e degli artt. 3 e 6 della racc. CE. Con riferimento ai limiti dimensionali di cui al punto 2), una s.r.l. perde la qualifica di PMI solo se li supera per due esercizi consecutivi (art. 4 racc. CE)".

Seconda considerazione essenziale, ed immediatamente conseguente, attiene alle norme cui attingere al fine di sanare tali lacune, le quali costituiscono il risultato di un intervento normativo scarno e poco attento alle implicazioni sul piano sia della tutela del socio “investitore” che della *governance*. Dovendosi, tuttavia, rigettare l’idea di un’arbitraria estensione *sic et simpliciter* delle regole previste per le società azionarie alla s.r.l. PMI, risulta inevitabile una complessa attività ermeneutica tesa all’individuazione delle norme che possono venire in rilievo, nonché dei presupposti per l’applicazione delle stesse.

Infine, ed in ragione di quanto appena affermato, imprescindibile è la ricostruzione delle tutele riconosciute al “socio-investitore”, non solo, per quanto detto, attraverso la possibile integrazione derivante dallo statuto previsto per le s.p.a. ma, altresì, per il tramite di un’analisi della disciplina cui è sottoposta l’offerta di quote mediante portali di *crowdfunding*, la quale introduce una serie di rilevanti disposizioni tese al presidio degli interessi dell’investitore non professionale.

1.2 Interventi legislativi in materia di S.r.l. (2003-2015)

Al fine di identificare correttamente la disciplina attualmente applicabile alla s.r.l. PMI non è certo possibile prescindere da un’analisi sintetica del processo evolutivo della stessa.

La novella legislativa del 2003 colloca idealmente la società a responsabilità limitata come tipo intermedio nel processo evolutivo delle forme organizzate d’impresa, il cui approdo finale è rappresentato dal più avanzato modello azionario. In particolare, la disciplina generale, profilata dalla sopracitata riforma, si fonda su tre fondamentali principi, quali: (i) la centrale rilevanza del socio, dotato di ingenti poteri in materia gestoria e di un esteso diritto di controllo previsto all’art. 2476 co. 2 c.c.; (ii) la caratterizzazione personale, in particolare attraverso la possibilità di assegnare al socio diritti particolari di carattere patrimoniale o amministrativo; (iii) l’ampia autonomia negoziale che conferisce al contratto un ruolo preminente quanto alla definizione delle dinamiche endo-societarie.

Il legislatore è, però, successivamente intervenuto a più riprese individuando una serie di norme “speciali”², con l’evidente fine di agevolare la costituzione di s.r.l.

In primo luogo, vi è stata l’introduzione di norme tese a semplificare gli oneri inerenti alla fase costitutiva e a ridurre la portata dell’impegno economico richiesto ai soci, attraverso l’introduzione della s.r.l. semplificata³ e a capitale marginale⁴.

Molto più rilevanti, ai fini del presente elaborato, sono invece le deroghe alla disciplina “di base”, introdotte dal d.l. 179/2012, e dal d.l. 3/2015, inerenti all’aspetto partecipativo e finanziario. In breve, in seguito agli appena citati interventi, alla s.r.l. start-up o PMI innovativa è offerta la possibilità di avvalersi di una serie di strumenti tradizionalmente caratterizzanti il modello azionario, ed in particolare, per quanto di nostro interesse: (i) la creazione di categorie di quote standardizzate, anche prive del diritto di voto; (ii) la possibilità di offerta al pubblico di partecipazioni anche attraverso i portali di *crowdfunding*.

Si delineavano, dunque, due società (start-up o PMI innovativa) comunque riconducibili, secondo la tesi assolutamente maggioritaria, alla *species* s.r.l., ma connotate da una serie di potenziali deroghe all’ordinaria disciplina codicistica, le quali erano tuttavia fermamente subordinate al carattere innovativo⁵ di tali società.

L’intervento del legislatore nel 2017, come detto, rimette in discussione le conclusioni di cui sopra, e ciò alla luce dell’estensione di gran parte di tali deroghe a tutte le s.r.l. PMI, quand’anche non rispondenti ad alcuno dei criteri di innovatività previsti dai decreti legge del 2012 e 2015. Si rende, pertanto, necessario soffermarsi con maggiore accortezza sulle due

² Per la distinzione fra disciplina “di base” e norme “speciali” si rimanda a A. Daccò, *La s.r.l. Caratteristiche tipologiche e struttura formale*, in *Diritto Commerciale* a cura di M. Cian, 2020, p. 668.

³ Art 2463-bis c.c. introdotto con D.L. 24 gennaio 2012, n. 1.

⁴ Art 2463 comma 4 aggiunto con D.L. 28 giugno 2013, n.76.

⁵ Per un’analisi dei requisiti di innovatività: M. Cian, *Società start-up innovative e PMI innovative*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 2015, pp. 969-986.

fondamentali novelle legislative risalenti al 2017, segnatamente il d.l. 24 aprile 2017 n. 50 e il d.lgs. 3 agosto 2017 n. 129.

1.3 Intervento legislativo del 2017

Quanto al primo intervento, il legislatore ha scelto, con formula certamente concisa sul piano della tecnica redazionale, di estendere l'applicazione dell'art 26, comma 2, 5 e 6, del d.l. 179/2012, a tutte le s.r.l. PMI, indipendentemente da qualsivoglia carattere innovativo delle stesse. Segnatamente, si fa riferimento alle disposizioni che consentono: (i) la creazione di categorie di quote fornite di diritti diversi, la cui determinazione è rimessa all'atto costitutivo, anche eventualmente in deroga a quanto disposto dall'art. 2468, comma 2 e 3, c.c.; (ii) la possibilità che le stesse quote siano oggetto di offerta al pubblico, anche attraverso appositi portali; (iii) la disapplicazione del divieto di operazioni su partecipazioni proprie di cui all'art. 2474 c.c., ma circoscritta all'adozione e attuazione di un piano di incentivazione con assegnazione delle partecipazioni a componenti dell'organo amministrativo, collaboratori, dipendenti o prestatori d'opera e servizi anche professionali.

Si osservi come non vi sia stata estensione esplicita quanto all'applicabilità del comma terzo dell'art. 26, d.l. 24 aprile 2017 n. 50, il quale ammette, per quanto attiene alle start-up innovative e alle PMI innovative, l'emissione di categorie di quote prive del diritto di voto o con voto non proporzionale alla partecipazione. Tuttavia, occorre considerare come l'interrogativo sull'estensione di tale facoltà a tutte le s.r.l. PMI debba trovare senz'altro risposta positiva⁶.

Riprendendo l'analisi introduttiva degli interventi normativi di maggior rilievo, le novità più rimarchevoli introdotte dal d.lgs. 129/2017 sono, in particolare: (i) l'estensione della nozione di valore mobiliare a quelle *“categorie di valori che possono essere negoziati nel mercato dei capitali, fra cui dunque le azioni di società e altri titoli equivalenti ad azioni di società”*

⁶ M. Speranzin, *S.r.l. piccole-medie imprese tra autonomia statutaria e ibridazione dei tipi (con particolare riferimento alle partecipazioni prive del diritto di voto)*, in *Rivista delle Società*, 2018, pp. 343 ss.

(introduzione del nuovo art. 1, comma 1 *bis*, t.u.f.)⁷; (ii) la possibilità per le quote di partecipazione in piccole e medie imprese, costituite in forma di società a responsabilità limitata, di costituire oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari, anche attraverso i portali per la raccolta di capitali (nuovo art. 100 *ter*, comma 1 *bis*, t.u.f.); (iii) l'apertura del portale per la raccolta di capitali, quale piattaforma on line che abbia come finalità esclusiva la facilitazione della raccolta di capitale di rischio, a tutte le piccole e medie imprese (art. 1, comma 5 *novies*, t.u.f.) e l'estensione della disciplina delle offerte al pubblico per la raccolta di capitali attraverso portali on line alla sottoscrizione di strumenti finanziari emessi dalle P.M.I. (riformulazione dell'art. 100 *ter* t.u.f.); (iv) l'introduzione del mercato di crescita per le P.M.I., quale “*sistema multilaterale di negoziazione registrato come un mercato di crescita per le P.M.I.*” (art. 61 t.u.f.); (v) per concludere, la conferma dell'applicabilità della gestione dematerializzata anche per la sottoscrizione e la successiva alienazione di quote rappresentative del capitale di s.r.l. PMI.

Come anticipato, dunque, si delinea una s.r.l. PMI che, almeno potenzialmente, può non solo optare per una categorizzazione delle quote ma, altresì: (i) assegnare diritti diversi, riconducibili alla quota e, dunque, non alla persona del socio; (ii) limitare o escludere il diritto di voto dei titolari di quote appartenenti ad una determinata categoria.

Risulta lampante come, ai fini dell'eventuale “apertura” di tale società, assuma particolare rilievo la facoltà per seconda citata, la quale consente all'atto costitutivo delle s.r.l. PMI di conformare le quote in modo tale da renderle attrattive per quei soggetti, definibili come “soci-investitori”, che non intendono partecipare alla gestione societaria e che, per contro, sono maggiormente interessanti ai profili patrimoniali della partecipazione.

⁷ Secondo la dottrina, la possibile qualificazione delle quote di partecipazione delle s.r.l. PMI come valori mobiliari è, in realtà, subordinata a due elementi, quali: (i) la standardizzazione delle stesse, necessaria per identificarle come “categorie di valori” ai sensi dell'art. 1, comma 1-bis., t.u.f.; (ii) alla circolazione dematerializzata, che rappresenterebbe un possibile indizio di astratta negoziabilità sul mercato dei capitali. Sul punto, v. S. Corso, *Le s.r.l. “aperte” al mercato tra governance societaria e diritti dei soci investitori*, 2021, pp. 37 ss.. V. anche E. Cusa, *Le quote di s.r.l. possono essere valori mobiliari*, in *Rivista delle società*, 2019, p. 688, il quale ritiene che “*la quota di s.r.l., se in forma standardizzata ex art. 26, comma 2, d.l. n. 179/2012, può qualificarsi come valore mobiliare, a condizione che tale quota sia offerta al pubblico, diventando così negoziata nel mercato dei capitali*”.

Una siffatta conformazione della quota, tuttavia, costituisce meramente un'operazione prodromica all'apertura della s.r.l. PMI, fenomeno che non può prescindere dalla costituzione di uno strumento idoneo a consentire l'accesso al mercato dei capitali di rischio. Tale considerazione palesa la *ratio* sottesa alla scelta del legislatore di consentire l'offerta al pubblico di partecipazioni, attraverso l'ausilio di portali online la cui finalità è quella di rendere più agevole la raccolta di tali capitali⁸.

Inoltre, si osservi come ulteriore condizione indispensabile alla creazione di una società a responsabilità limitata PMI quale società aperta sia l'ideazione di un meccanismo idoneo a facilitare il celere disinvestimento. A tale esigenza risponde, evidentemente, la creazione di un sistema di gestione dematerializzata per la sottoscrizione e per la successiva alienazione delle quote rappresentative di capitale sociale.

Al fine di comprendere appieno la valenza innovativa delle modifiche normative di cui sopra, nonché di rilevare quali siano gli strumenti a disposizione della s.r.l. PMI tesi all'apertura di quest'ultima al mercato dei capitali di rischio, è necessario il vaglio delle norme cui è subordinata l'emissione di quote attraverso l'utilizzazione dei cd. portali di *crowdfunding*.

1.4 Disciplina del crowdfunding

Di fondamentale rilevanza per la cd. "apertura" delle s.r.l. PMI è la possibilità di offrire al pubblico strumenti finanziari, ed in particolare le quote di partecipazione, attraverso l'utilizzazione dei portali di *crowdfunding*. La non trascurabilità di tale strumento risulta evidente alla luce dei dati raccolti dal Politecnico di Milano, nel 6° report sul *Crowdinvesting* datato luglio 2021, i quali palesano un'evidente crescita delle somme investite (+ 63% rispetto

⁸ Per ulteriori approfondimenti sulle *rationes* che hanno persuaso il legislatore a mutare sensibilmente il quadro normativo applicabile alle s.r.l. PMI, e con particolare riferimento alla disciplina del capitale sociale, si consiglia la consultazione di S. Rossi, *S.r.l.-P.M.I.: disciplina del capitale e tipologia delle società*, in *Rivista Diritto Societario*, 2019, pp. 525 ss.

all'anno antecedente, in riferimento al collocamento delle sole quote di capitale di rischio), nonché del numero di portali autorizzati (+ 9 rispetto all'anno precedente)⁹.

Il *crowdfunding* può generalmente definirsi come processo che permette ad una serie indefinita di soggetti di finanziare progetti imprenditoriali, attraverso l'ausilio di portali autorizzati¹⁰. Tuttavia, al fine di comprendere tale strumento, occorre descrivere brevemente i quattro diversi modelli cui si può fare riferimento¹¹, ovvero: (i) il *donation-based crowdfunding*, attraverso il quale si realizzano essenzialmente donazioni a scopo filantropico; (ii) il *reward-based crowdfunding*, che si fonda sullo scambio tra raccolta di fondi e diritto ad ottenere una ricompensa (spesso, anteprime di prodotti o particolari servizi); (iii) il *lending-based crowdfunding*, utilizzato per la raccolta di risorse finanziarie al fine di erogare credito ai richiedenti (denominato altresì *peer-to-peer lending*); (iv) infine, ed è la fattispecie per noi rilevante ai fini della presente trattazione, l'*equity-based crowdfunding*, che consente agli interessati di acquistare azioni o quote di società di capitali attraverso portali online, dotati di apposita autorizzazione rilasciata dalla Consob.

L'Italia è stato il primo Paese europeo a dotarsi di una normativa organica sull'*equity crowdfunding*, attraverso l'adozione del c.d. "Decreto crescita 2.0" nel 2012, reso operativo e implementato dal Regolamento Consob n. 18592 del 26 giugno 2013, la cui ultima modifica è stata introdotta con delibera n. 21259 del 6 febbraio 2020.

La disciplina testé richiamata concepisce l'*equity crowdfunding* come forma di finanziamento alternativo, diretto ad imprese difficilmente finanziabili attraverso i tradizionali canali bancari in ragione delle ridotte dimensioni e/o del carattere innovativo del progetto imprenditoriale,

⁹ Cfr. Osservatori Entrepreneurship Finance & Innovation, Politecnico di Milano, 6° *Report italiano sul CrowdInvesting*, luglio 2021, (Osservatori Entrepreneurship Finance & Innovation, Politecnico di Milano, 2021) disponibile al sito <https://www.osservatoriefi.it/efi/osservatorio-crowdinvesting/>

¹⁰ Consiglio nazionale dei dottori commercialisti e degli esperti contabili, *L'equity crowdfunding alla luce delle ultime modifiche normative e regolamentari: un'opportunità per lo sviluppo delle aziende*, 15 aprile 2019, p. 4.

¹¹ Trattasi delle quattro fattispecie riconosciute da Massolution, organizzazione statunitense che annualmente pubblica uno degli studi più approfonditi sul tema, denominato "Crowdfunding Industry report".

che mira a coinvolgere investitori per lo più disinteressati alla gestione societaria e, per contro, attratti dall'assegnazione di privilegi sul piano patrimoniale¹².

Dunque, come precedentemente sottolineato, alla s.r.l. PMI è oggi consentito non solo dotarsi di quote categorizzate, ed eventualmente connotate da diritti diversi o da una eliminazione del diritto di voto, ma altresì di offrire tali partecipazioni al pubblico, mediante i portali appena descritti, in deroga all'art. 2468, comma 1, c.c., e conformemente a quanto disposto dall'art. 100 *ter*, comma 1 *bis*, t.u.f.. Tuttavia, la standardizzazione della quota non è affatto una scelta necessitata al fine di accedere a tali portali, potendosi infatti prevedere anche l'offerta di partecipazioni assoggettate all'"ordinario" statuto codicistico previsto per le s.r.l.¹³.

Cionondimeno, risulta evidente come la disciplina legislativa e regolamentare predisposta in materia di *equity crowdfunding*, e segnatamente in relazione ai presidi a tutela dell'investitore, possa assumere un ruolo di sicuro rilievo quanto all'identificazione delle regole applicabili alla società a responsabilità limitata PMI, che decida di aprire la sua struttura partecipativa a soci-finanziatori attraverso il ricorso a tale innovativa forma di raccolta di capitale di rischio.

Ulteriore disposizione rilevante ai fini della presente trattazione è quella di cui all'art. 100 *ter*, comma 2 *bis*, t.u.f., la quale introduce, per le sole s.r.l. PMI che ricorrono al portale online, una modalità di circolazione delle quote alternativa a quella di cui agli artt. 2470, comma 2, c.c. (l'atto di trasferimento con sottoscrizione autenticata), e 36, comma 1-bis, d.l. 25 giugno 2008, n. 112 (che ammette il trasferimento mediante firma digitale). In dettaglio, l'art. 100 *ter*, comma 2 *bis*, t.u.f. dispone che *"per la sottoscrizione e per la successiva alienazione di quote rappresentative del capitale di piccole e medie imprese e di imprese sociali costituite in forma di società a responsabilità limitata:*

a) la sottoscrizione può essere effettuata per il tramite di intermediari abilitati alla prestazione di uno o più dei servizi di investimento previsti dall'articolo 1, comma 5, lettere a), b), c), c-

¹² G. A. Policaro, *Dalle s.r.l. emittenti sui portali online di equity crowdfunding alle s.r.l. aperte. "Senza deviazione dalla norma, il progresso non è possibile"*, in *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della Crisi, Studi in onore di O. Cagnasso*, a cura di M. Irrera, 2020, p. 105.

¹³ A. Dentamaro, (Dentamaro, 2020), in *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della Crisi, Studi in onore di O. Cagnasso*, a cura di M. Irrera, 2020, p. 169.

bis), ed e); gli intermediari abilitati effettuano la sottoscrizione delle quote in nome proprio e per conto dei sottoscrittori o degli acquirenti che abbiano aderito all'offerta tramite portale. [...]”

Al di là delle questioni attinenti ai profili squisitamente circolatori, tale facoltà concessa alle s.r.l. aperte (attraverso il ricorso ai portali testé descritti) ha delle evidenti implicazioni, che saranno oggetto di successiva analisi, in materia di legittimazione all'esercizio dei diritti sociali.

1.5 Apertura delle s.r.l. al mercato del capitale di rischio: l'esperienza degli altri ordinamenti europei.

La tendenza a consentire l'apertura delle società a responsabilità limitata attraverso le riforme testé succintamente descritte è fenomeno che, lungi dall'essere circoscritto al nostro ordinamento, sembra guidare la gran parte dei legislatori. Di particolare rilievo risulta, dunque, una breve analisi dell'esperienza di alcuni ordinamenti europei, i quali hanno adottato una serie di misure volte a favorire l'accesso delle PMI a nuovi canali di raccolta di capitale di rischio.

Anzitutto, non può che evidenziarsi come una spinta essenziale all'adozione di tali misure sia derivata dall'attività dell'Unione Europea, la quale, attraverso la creazione del *Piano d'azione per la creazione dell'Unione dei mercati dei capitali*¹⁴, ha introdotto una serie di proposte tese alla semplificazione e alla riduzione dei costi legati alla raccolta di capitale da parte delle PMI. Fermo tale obiettivo comune a livello europeo, non può trascurarsi come gli interventi dei singoli legislatori nazionali presentino una serie di rimarchevoli divergenze, e ciò in ragione della necessità di confrontarsi con norme di diritto interno non certo uniformate.

Attraverso una rapida analisi dei principali ordinamenti europei, emerge chiaramente come il criterio discrezionale cardine tra i tipi societari, riconducibili rispettivamente alle nostre s.r.l. e s.p.a., sia, in primo luogo, il riconoscimento della possibilità di offerta al pubblico di

¹⁴ Documento datato 2015 e consultabile al sito: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX%3A52015DC0468>.

partecipazioni. A titolo esemplificativo: nel Regno unito tale distinzione emerge fra *private companies* (Ltd) e *public companies* (Plc); in Germania tra *Aktiengesellschaft* (AG) e *Gesellschaft mit beschränkter Haftung* (GmbH); in Francia, Svizzera e Lussemburgo, tra *Société à responsabilité limitée* (SARL) e *Société Anonyme* (SA); in Spagna tra *Sociedad de responsabilidad limitada* (SRL) e *Sociedad Anónima* (SA).

Il sistema spagnolo, attraverso l'adozione della *Ley 5/2015 de fomento de la financiación empresarial*, ha optato per una soluzione del tutto assimilabile a quella del nostro legislatore¹⁵. In particolare, ha consentito alla società a responsabilità limitata di accedere al mercato del capitale di rischio attraverso le piattaforme di *equity crowdfunding*, derogando espressamente al divieto di offerta al pubblico di quote, ma mantenendo invariata la preclusione quanto all'incorporazione delle partecipazioni in titoli assimilabili alle azioni.

Si osservi, tuttavia, come la deroga al divieto di offerta di quote al pubblico non sembri essere passaggio necessitato al fine di consentire un'apertura della società a responsabilità limitata. Nel sistema del Regno Unito è stato consentito alle *private companies* l'accesso alle suddette piattaforme, senza l'apporto di alcuna modifica al divieto di offerta al pubblico di *shares*. Tale soluzione, è stata resa possibile da una particolare nozione di *public offer* proposta dalla sec. 756 del Companies Act 2006, la quale si differenzia dalla definizione offerta dal reg. UE 1129/2017.

Corollario inevitabile è che una medesima offerta di strumenti finanziari ben potrebbe essere qualificata come rivolta al pubblico ai sensi del diritto UE in materia di prospetto ma, al contempo, non integrare la nozione di *public offer* ai sensi del diritto societario inglese¹⁶. Pertanto, appare evidente la ragione per la quale il legislatore inglese non abbia ritenuto necessario prevedere un'apposita deroga all'ordinario statuto normativo delle *private companies*, le quali sono tutt'ora destinatarie del divieto di sollecitazione del pubblico risparmio di cui alla sec. 755 Companies Act 2006.

¹⁵ A. R. Castells, *La Sociedad de Responsabilidad Limitada española un vehículo poco apto (y sin embargo exitoso) para las Pequeñas y Medianas Empresas*, in *Rivista delle Società*, 2019, p. 569.

¹⁶ S. Corso, *Op. cit.*, pp. 78 ss.

Del tutto peculiare è, poi, la recente riforma del codice societario belga¹⁷, la quale ha previsto l'introduzione di vere e proprie società a responsabilità limitata "per azioni", e ciò consentendo alle SRL di procedere all'emissione di titoli azionari negoziabili sui mercati di capitali. È chiaro, dunque, come tale legislatore abbia deciso, al fine di consentire una "apertura" della SRL senza assoggettare tale società alla complessa forma organizzativa della *Société Anonyme*, di rimodellare completamente il tipo societario di riferimento, elidendo sensibilmente i tratti tipologici distintivi fra le società testé indicate.

Dunque, tale rapida analisi dell'esperienza di altri ordinamenti europei fa emergere come l'obiettivo comune sia quello di agevolare il ricorso al capitale per quelle società che, in ragione del loro dato dimensionale, faticano ad accedere ai tradizionali canali di finanziamento, ma le soluzioni prospettabili siano fortemente eterogenee.

1.6 Regolamento (UE) 2020/1503: Regulation on european crowdfunding service providers

Accanto alle disposizioni fin qui analizzate, rilevante è il recentissimo intervento dell'Unione Europea mediante l'adozione del Regolamento (UE) 2020/1503, il quale mira alla creazione di un regime armonizzato che consenta alle start-up e PMI di rivolgersi ad investitori, anche di altri Paesi dell'Unione, attraverso portali autorizzati a livello transfrontaliero.

Preme certamente, ed in via preliminare, sottolineare due rilevanti elementi attinenti all'ambito applicativo del regolamento indicato: (i) il Regolamento ECSP, diversamente dal regolamento Consob il quale è teso a disciplinare meramente l'*equity crowdfunding*, si applica anche al *lending-based crowdfunding* e, dunque, a tutte le forme di *crowdfunding* connotate da un ritorno esclusivamente finanziario¹⁸; (ii) tale disciplina si applica alle offerte di valore non

¹⁷ Code des sociétés et des associations, 23 Marzo 2019.

¹⁸ V. D. Valiante, *Il crowdfunding e la nuova proposta di regolamento UE*, in *Rivista di Diritto Societario*, 2018, p. 965, il quale precisa che "la proposta non include il *lending-based crowdfunding* a favore di "consumatori", come definiti dall'art. 3(a) della Direttiva 2008/48/EC sul credito per i consumatori. In questo modo, la proposta esclude il credito al consumo e si concentra sul credito alle imprese, come negli obiettivi principali della CMU".

superiore a 5 milioni di Euro, calcolati su un periodo di 12 mesi per ciascun titolare di progetti in finanziamento¹⁹ (conseguentemente, le operazioni riguardanti importi eccedenti tale soglia saranno regolamentate dalla MiFID e dal Regolamento Prospetto).

Per quanto attiene al ruolo dei gestori del servizio, si osservi come gli stessi dovranno presentare una domanda di autorizzazione all'autorità competente dello Stato Membro in cui sono stabiliti (in Italia, la Consob) e i loro servizi saranno sottoposti alla vigilanza dell'autorità che ha rilasciato l'autorizzazione.

Ciò che, tuttavia, maggiormente rileva è il profilo inerente alla tutela dell'investitore. Il Regolamento introduce, infatti, alcuni importanti requisiti prudenziali, nonché regole volte ad assicurare un'adeguata informativa agli investitori, in particolare quelli definibili come “*non sofisticati*”, dalle quali emergono non irrilevanti divergenze rispetto al Regolamento Consob. A titolo esemplificativo, la nuova disciplina introduce un diritto di ripensamento da esercitarsi entro quattro giorni dal momento in cui l'investitore non sofisticato effettua la propria adesione all'offerta; per contro, la disciplina italiana prevede in favore dell'investitore *retail* un diritto di revoca dell'adesione, esercitabile entro 7 giorni da tale data.

In via generale, appare innegabile sottolineare come l'apporto sovranazionale dato alla materia sia indirizzato ad ampliare le maglie dei presidi a garanzia dell'interesse dell'investitore *retail*, attraverso l'identificazione di una serie di regole tra le quali si devono porre in evidenza: (i) l'introduzione di un obbligo di verifica, per i gestori di portali, della completezza, correttezza e chiarezza delle informazioni fornite nella scheda contenente le informazioni chiave sull'investimento (c.d. *Key Investment Information Sheet – KIIS*) fornita dai soggetti che propongono l'investimento; (ii) l'introduzione di meccanismi di reclamo da parte degli investitori da presentare all'autorità competente, avverso eventuali violazioni del Regolamento da parte dei gestori dei portali; (iii) la previsione una simulazione operativa sulla piattaforma volta ad accertare la capacità dell'investitore non sofisticato di sostenere perdite in misura pari

¹⁹ L'importo di 5 milioni di Euro rappresenta la soglia utilizzata dalla maggior parte degli Stati Membri per esentare le offerte al pubblico di titoli dall'obbligo di pubblicazione del prospetto, conformemente al Regolamento (UE) 2017/1129 (c.d. Regolamento Prospetto).

al 10% del patrimonio netto; (iv) una specifica avvertenza sui rischi qualora l'investimento sia superiore all'importo più elevato tra Euro 1.000 e il 5% del patrimonio netto dell'investitore.

1.7 S.r.l. pmi “aperte”

Riprendendo l'attività di ricostruzione del quadro normativo di riferimento, emerge come si attribuisca all'atto costitutivo della s.r.l. PMI la possibilità di ricorrere a forme di strutturazione finanziaria tipiche della società azionaria e, in particolare, come tale società possa dotarsi di un assetto proprietario connotato dalla presenza (potenzialmente anche maggioritaria) di soci investitori. Tale eventualità non può che postulare una serie di quesiti sulla possibile incompatibilità di alcune norme della disciplina codicistica pensata per la s.r.l. non PMI, società strutturalmente fondata sul ruolo centrale del “socio-imprenditore” e, conseguentemente, sull'individuazione delle disposizioni applicabili, eventualmente attingendo al più evoluto modello azionario.

La formula legislativa adottata, senz'altro scarna e poco attenta a precisare le conseguenze sul piano del diritto societario derivante da una così pervasiva riforma²⁰, pone in capo all'interprete l'arduo onere della ricostruzione della disciplina applicabile alla s.r.l. PMI, la quale tuttavia, pur introducendo una serie di sensibili deroghe al codice civile, non costituisce un nuovo tipo di società.

La dottrina²¹, pressoché all'unanimità, esclude infatti che possa parlarsi di un tipo autonomo di società, e ciò in ragione di una serie di argomenti che meritano certamente una, seppur concisa, illustrazione.

²⁰ Si presti attenzione al novero di società coinvolte dalle novelle legislative in ragione della vasta diffusione di s.r.l. PMI, le quali rappresentano più del 98% delle società a responsabilità limitata. (v. *Osservatorio sui bilanci delle s.r.l. Trend 2017-2019*, Fondazione Nazionale dei Commercialisti).

²¹ V. fra gli altri: M. Cian, *S.r.l. PMI, s.p.a., s.r.l.: schemi argomentativi per una ricostruzione del sistema*, in *Rivista delle Società*, 2018, pp. 818-857; O. Cagnasso, *Profili organizzativi e disciplina applicabile alle s.r.l. PMI*, XXXII Convegno di studio su Società a responsabilità limitata, piccola e media impresa, mercati finanziari: un mondo nuovo?, Courmayeur, 2018, pp. 10 ss. ; D. U. Santosuosso, *Introduzione alla riforma delle società a*

Anzitutto, preme evidenziare come, contrariamente a quanto disposto per la start-up e la PMI innovativa, il legislatore non abbia previsto alcun obbligo di registrazione in apposita sezione del Registro delle imprese e, dunque, come non vi sia alcun modo per il mercato di identificare il modello della s.r.l. PMI come distinto dalle altre società a responsabilità limitata.

In aggiunta, l'offerta di quote al pubblico non sembra elemento atto a giustificare l'individuazione di un nuovo tipo societario, in quanto si risolve in un avvenimento che si esaurisce in sé, e non è necessariamente idoneo a connotare in modo duraturo la società.

Neppure alla creazione di quote standardizzate conseguono necessariamente degli elementi di discontinuità rispetto alla s.r.l. non PMI, tanto rilevanti da legittimare l'individuazione di un nuovo tipo societario, poiché nulla esclude che i diritti partecipativi siano riconosciuti pienamente, senza alcuna deroga alla rilevanza centrale del socio. Inoltre, anche in caso di limitazione dei diritti partecipativi in capo ai soci, fondare l'esistenza di un nuovo tipo di società sull'analisi caso per caso delle categorie di quote genererebbe un'eccessiva incertezza quanto ai confini del tipo stesso.

A ciò si aggiunga la scelta del legislatore di concedere ampissima autonomia all'atto costitutivo già con la riforma del 2003, relegando la norme codicistiche ad un ruolo prevalentemente suppletivo. Ne consegue che le stesse riforme del 2017 appaiono come finalizzate ad una ulteriore estensione, forse estrema, dell'autonomia concessa ai soci quanto alla determinazione delle regole relative alla partecipazione e alla *governance* societaria.

Ciò precisato, pur nella continuità quanto al tipo societario, le potenziali pregnanti differenze che intercorrono tra s.r.l. "grande" e PMI rendono necessaria una complessa attività interpretativa volta ad evidenziare quali norme previste per la prima siano incompatibili con i principi che governano la seconda, nonché quali siano le condizioni necessarie affinché risulti necessaria la disapplicazione di tali disposizioni.

Ove, dunque, si riscontri la necessità di individuare deroghe alle disposizioni dedicate alla s.r.l. non PMI, si rende ineludibile l'esigenza di ricostruire le norme che andranno a regolare la PMI,

responsabilità limitata PMI e qualificazione tipologica della società a responsabilità limitata, in *Rivista diritto societario*, 2019, p. 498.

eventualmente attraverso l'impiego di regole previste per la società azionaria, ma pur sempre evitando *sic et simpliciter* un'arbitraria e generale applicazione analogica delle stesse.

In altri termini, il presente paragrafo mira ad evidenziare quali siano i presupposti e l'effettiva portata della c.d. "ibridazione dei tipi", fenomeno oggetto di ampi dibattiti dottrinali che non solo mettono in luce le lacune derivanti dalle recenti modifiche legislative, ma che offrono altresì importanti spunti che potranno, sperabilmente, influenzare i futuri interventi del legislatore.

La prima questione ermeneutica da approfondire è, dunque, quella relativa alle condizioni idonee a giustificare una possibile deroga allo statuto codicistico dell's.r.l. ed, eventualmente, a rendere necessario il ricorso alle norme previste per la società per azioni. Si noti come gli strumenti forniti dal legislatore inizialmente alle start-up e PMI innovative e poi estesi a tutte le s.r.l. PMI siano meramente facoltativi e, pertanto, rimessi all'autonomia privata dei soci. Ne conviene la proposta dottrinale di distinguere la s.r.l. PMI solo "in potenza" aperta²², la cui struttura non si discosta dunque dal modello di società a responsabilità limitata tipizzato dal legislatore nel 2003, dalla s.r.l. PMI effettivamente aperta, generalmente da intendersi per tale quella che, alternativamente: (i) abbia effettivamente operato una sollecitazione all'investimento, anche mediante portali on-line; (ii) il cui atto costitutivo preveda l'emissione di categorie di quota e dunque vi sia adozione di un assetto para-azionario, ma non abbia ancora proceduto ad offerta al pubblico.

Occorre certamente constatare come, in realtà, la semplice creazione di categorie di quote anche con attribuzione di diritti diversi non ha come indefettibile corollario l'"apertura" della società al mercato del capitale di rischio. Può costituire, tuttavia, un passo prodromico alla diffusione delle quote standardizzate e oggettivate nel mercato dei capitali.

²² Per la distinzione vedi P. Benazzo, *Categorie di quote, diritti di voto e governance della "nuovissima" s.r.l.*, in *Rivista Diritto Societario*, 2019, pp. 632 ss.

La definizione di s.r.l. PMI “aperta” viene tuttavia spesso, ed erroneamente²³, subordinata al mero collocamento di quote sui portali di *crowdfunding*. A ben vedere, il ricorso *una tantum* al mercato di capitale di rischio non sembra giustificare una somiglianza con la s.p.a. tale da legittimare un regime normativo differente da quello previsto per la società a responsabilità limitata. Ricordiamo, infatti, che la sola offerta di quote mediante portali di *crowdfunding* non esclude necessariamente l’assegnazione di diritti partecipativi ai sottoscrittori né, tantomeno, l’offerta di quote ordinarie assoggettate al modello personalistico.

Certamente vanno evidenziate alcune tutele offerte al sottoscrittore di quote attraverso la piattaforma *crowdfunding*; in particolare, per quanto in realtà il riferimento sia a disposizioni relative al diritto dei mercati e non già al diritto societario, l’art. 100 *ter* t.u.f. attribuisce alla Consob l’onere di individuare ed introdurre presidi a tutela degli investitori non professionali nel caso in cui i soci di controllo della piccola e media impresa o dell’impresa sociale cedano le proprie partecipazioni a terzi successivamente all’offerta. La disciplina di riferimento è da rinvenirsi nell’art. 24 Consob n. 18592/2013 (cd. Regolamento *crowdfunding*), il quale impone all’atto costitutivo o allo statuto di prevedere un particolare diritto di *exit* al sottoscrittore, mediante recesso o co-vendita nei casi di cui sopra²⁴.

Tuttavia, la dottrina rigetta una equiparazione delle s.r.l. PMI che abbiano fatto ricorso al portale *crowdfunding* alla società emittenti diffuse; posizione, peraltro, adottata anche dalla Consob nella sua relazione illustrativa del 2018²⁵. A tal riguardo si segnala come “*la semplice effettuazione di offerte di titoli azionari tramite portali per la raccolta di capitali on-line non dovrebbe di per sé rappresentare elemento sufficiente ad integrare il requisito qualitativo ex articolo 2-bis, comma 2, del RE, richiesto per l’assunzione della qualifica di emittente diffuso*”.

²³ V. la critica in C. Rinaldo, *La multiformità della s.r.l.*, in *Rivista delle Società*, 2020, pp. 1513-1550; per la tesi favorevole a subordinare il carattere aperto della società al ricorso al portale *crowdfunding*, v. O. Cagnasso, *S.r.l. aperta*, in *Nuove Leggi Civ. Comm.*, 2020, p. 1221.

²⁴ V. M. Cian, *S.r.l. PMI, s.p.a., s.r.l.: schemi argomentativi per una ricostruzione del sistema*, cit., pp. 843 ss.; per le questioni inerenti agli obblighi informativi: B. Mele, *In tema di qualità dell’informazione del sottoscrittore di quote di categoria nell’equity crowdfunding*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 2020, I, pp. 978 ss.

²⁵ Consob, *Relazione illustrativa degli esiti della consultazione sull’attività delle imprese e degli operatori e sugli interessi degli investitori*, 31 ottobre 2018, pp. 23 ss., disponibile al sito www.consob.it.

Occorre, infatti, sottolineare come le società che si avvalgono di tali portali non sono comunque soggette alle disposizioni in materia di offerte pubbliche di sottoscrizione e di vendita, e ciò in ragione del limite valoriale massimo imposto a tali offerte (in particolare, il controvalore non può superare i 5 milioni di euro).

A ciò si addizionino le peculiarità distintive della regolamentazione sull'*equity crowdfunding* (dai particolari obblighi informativi, al diritto di recesso o di co-vendita in caso di modificazione del controllo societario), le quali non solo evidenziano delle palesi asimmetrie rispetto alle società emittenti diffuse ma, altresì, sono da considerarsi coerenti con la *ratio* sottesa a tale disciplina volta a creare una “*regolamentazione proporzionata in grado di favorire, entro predeterminati limiti, l’accesso delle PMI al capitale di rischio garantendo al contempo adeguati presidi di tutela degli investitori*”. A definitiva riprova dell’impossibilità di qualificare le s.r.l. PMI, seppur aperte, come emittenti diffusi, si noti come la disciplina relativa a questi ultimi, sarebbe eventualmente applicabile solo alle PMI costituite in forma di s.p.a..

Alla luce di quanto testé affermato, il mero ricorso *una tantum* ai portali di *crowdfunding*, non sembra certamente legittimare una piena equiparazione della s.r.l. PMI alla società azionaria quotata in mercati regolamentati; quest’ultima è connotata, infatti, da una stabile e durevole relazione con il mercato dei capitali.

Parte della dottrina²⁶ tenta, pertanto, di dare rilevanza, ai fini dell’individuazione dell’”apertura” al mercato della s.r.l. PMI, all’accesso ad una sede di negoziazione o ad un mercato secondario (tra i mercati registrati in Europa come SME Growth Markets va menzionato Euronext Growth Milan). Ferma la questione relativa all’effettiva possibilità per le s.r.l. PMI di accedere a tali mercati, questione che verrà analizzata in seguito, ove si ammettesse tale opportunità, si potrebbe certamente registrare un rapporto non estemporaneo con il mercato del capitale, il che avvicinerrebbe la struttura finanziaria della società oggetto del presente elaborato alla s.p.a. quotata. Purtuttavia, tale similarità con il mercato azionario non appare sufficiente a giustificare un’applicazione analogica della disciplina relativa alla società quotata, e ciò in ragione della permanenza di divergenze preminenti tra le due società in esame.

²⁶ M. Cian, *Le sedi di negoziazione diverse dai mercati regolamentati*, in *Studium Iuris*, 2019, pp 456 ss.

In particolare, gli stessi presupposti necessari alla qualificazioni dei due modelli di società sono diametralmente opposti: mentre la s.r.l. PMI deve rispondere a requisiti dimensionali che ne circoscrivono fortemente le dimensioni (e lo stesso impegno economico del sottoscrittore è normalmente esiguo), le società quotate assumono invece necessariamente i connotati di grandi società. In altri termini, mentre le s.p.a. per potersi definire aperte conformemente all'art. 2325-bis c.c. devono superare le soglie ivi indicate, le s.r.l. che intendano offrire le proprie quote al pubblico, mediante portali, sono subordinate ai parametri dimensionali che identificano le PMI²⁷.

Pur nella permanenza di notevoli differenze fra le due società, è, però, innegabile come l'eventuale effettiva apertura al mercato dei capitali richieda un ripensamento della disciplina applicabile alla s.r.l. PMI, che tuttavia, per le ragioni sopra evidenziate, non può risolversi in un generalizzato richiamo alle norme previste per la società quotata.

L'art. 26, comma 2 e 3, del d.l. 179/2012 legittima l'emissione di categorie di quote *“fornite di diritti diversi”* o 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 condizioni non meramente potestative”*. Al di là delle rilevanti divergenze fra partecipazioni soggettivizzate e categorie di quote oggettivizzate, argomento che verrà trattato a breve, si evidenzia come, attraverso la standardizzazione delle quote, possa esservi da un lato l'elisione della normale rilevanza personalistica del socio di s.r.l. e, ulteriormente, l'evidente modificazione del suo ruolo all'interno della compagine sociale attraverso una contrazione o integrale eliminazione dei suoi diritti partecipativi.

Dunque, sono due i fattori che appaiono definitivamente rilevanti al fine di evidenziare una “apertura” della s.r.l. PMI. In primo luogo, la scelta di quest'ultima di dotarsi di un assetto proprietario para-azionario²⁸, fondato sulla serializzazione delle quote e sull'esistenza di una compagine sociale che vede la convivenza di “soci imprenditori” e “soci investitori”, questi

²⁷ A. Dentamaro, *Apertura della s.r.l. PMI tra divieto di rappresentazione delle quote ex art. 2468, comma 1, c.c. e tutela dell'investitore*; cit., pp. 183 ss.

²⁸ Secondo C. Rinaldo, *La multiformità della s.r.l.*, cit., p. 1531, indipendentemente dalla collocazione delle quote in portali di *crowdfunding* o in mercati di crescita per PMI.

ultimi spogliati dei diritti di voto e controllo²⁹. In secondo luogo, l'offerta al pubblico delle quote, sebbene sia necessario ricordare che l'assenza di un mercato secondario e, di conseguenza, l'illiquidità di tali partecipazioni, costituisce una differenza non trascurabile rispetto alle società quotate.

La problematica fondamentale diviene, quindi, l'individuazione di casi in cui l'assetto proprietario para-azionario, alterando profondamente i principi alla base della disciplina prevista dal codice per le s.r.l. non PMI, segnatamente la rilevanza centrale del socio in materia gestoria e il carattere personalistico della partecipazione, renda di fatto inapplicabili tali norme alla PMI "aperte".

Questione immediatamente conseguente è l'individuazione della regola applicabile al singolo caso, ove l'incompatibilità di cui sopra venga a verificarsi. Suggestivo è, dunque, il possibile richiamo alla disciplina della s.p.a., suggerito dalla recente dottrina, e che può operare in realtà su due livelli distinti³⁰: (i) l'integrazione acquisitiva o modificativa dello statuto ordinario della s.r.l. mediante l'applicazione analogica di norme previste per la società azionaria; (ii) l'interpretazione dello stesso mediante una contrazione e limitazione di quelle norme, la cui base implicita è costituita dai principi che vengono meno in conseguenza dell'apertura al mercato dei capitali. Evidentemente, tale eventuale integrazione della disciplina coinvolge da un lato le regole di mercato, dall'altro le regole di diritto societario e di *governance*; cionondimeno, il presente contributo si focalizzerà, in particolare, su di un'attività di riordinamento dei presidi che l'attuale quadro normativo pone a tutela degli interessi del "socio-investitore".

Anticipiamo come le implicazioni sul diritto societario derivanti da una incompatibilità quanto all'applicazione dello statuto ordinario della s.r.l. alla s.r.l. PMI aperta siano molteplici. Anzitutto, occorre individuare quali siano i limiti all'autonomia statutaria nella creazione delle categorie di quote, con particolare attenzione a quelle prive del diritto di voto e con contrazione del diritto di controllo. In seguito, si rende certamente necessaria un'analisi delle più rilevanti implicazioni derivanti dal "nuovo" assetto proprietario: dalle regole applicabili alle decisioni

²⁹ v. M. Cian, *S.r.l. PMI, s.p.a., s.r.l.: schemi argomentativi per una ricostruzione del sistema*, cit., pp. 849 ss.

³⁰ P. Benazzo, *Categorie di quote, diritti di voto e governance della "nuovissima" s.r.l.*, cit., pp. 649 ss.

che incidono sui diritti del socio investitore, alla possibile disapplicazione dell'art. 2467 c.c. sulla postergazione del rimborso al socio. Infine, la ricostruzione della disciplina posta a tutela del "socio-investitore" non può che postulare un'accorta attività di studio delle regole previste in materia di offerta di strumenti finanziari attraverso i portali di *crowdfunding*.

Tuttavia, prima di procedere ad una disamina di tali temi, si rende certamente utile identificare le divergenze intercorrenti tra s.r.l. "grande" e s.r.l. PMI, segnatamente in relazione alle quote di partecipazione, all'assetto proprietario e ai diritti riconosciuti ai soci.

1.8 "Grandi" S.r.l.: partecipazioni e autonomia statutaria

Fermo l'avvenuto riconoscimento, quanto alle s.r.l. PMI, della possibilità di creare quote standardizzate, anche prive del diritto di voto, sorge spontaneo il quesito relativo all'opportunità di concedere tale duplice spazio di autonomia statutaria anche alle s.r.l. di grandi dimensioni. Al fine di rispondere a tale questione, occorre, anzitutto, dare nota delle fondamentali caratteristiche e dei più rilevanti principi attinenti alla partecipazione, così come delineata dall'ordinario statuto previsto dal codice per le società a responsabilità limitata.

Ricordiamo fin da subito che tali principi non precludono questioni ermeneutiche problematiche, le quali derivano della continua tensione fra i vincoli tipologici imposti dalle norme in esame e l'ampissima autonomia statutaria riconosciuta dal legislatore a partire dal 2003³¹.

La prima fondamentale questione attiene alla disciplina relativa all'assegnazione di diritti particolari, amministrativi o inerenti agli utili, in conformità all'art. 2468, comma 3. c.c.. L'autonomia statutaria concessa dal legislatore ammette l'assegnazione di diritti particolari, i quali, tuttavia, non sono da considerarsi come oggettivamente riconducibili alla quota, quanto invece conferiti *ad personam* al socio. I corollari del carattere personalistico di tali diritti sono essenzialmente due, ovvero: (i) per la modifica (diretta) del diritto particolare occorre il

³¹ Numerosissimi i contributi in materia, fra i quali: M. Maugeri, *Quali diritti particolari per il socio di società a responsabilità limitata?*, in *Rivista delle società*, 2004, pp. 1483 ss.; G. Palmieri, *Principio di proporzionalità, diritti particolari dei soci e autonomia statutaria nella s.r.l.*, in *Rivista delle società*, 2012, pp. 877 ss.

consenso unanime dei soci, principio comunque derogabile dall'atto costitutivo il quale può subordinare la decisione alla regola maggioritaria; (ii) il trasferimento della partecipazione produce l'estinzione del diritto particolare e non, dunque, la sua circolazione.³²

Tali assunti sono in realtà messi in discussione da altra parte della dottrina³³, la quale, alla luce degli estesi margini dell'autonomia statutaria riconosciuta alla s.r.l., ritiene vi sia la possibilità di costituire quote speciali, in cui il diritto particolare è ancorato alla partecipazione e non invece al soggetto che ne può vantare la titolarità, con l'evidente conseguenza della trasferibilità di tale diritto congiuntamente alla circolazione della partecipazione.

Al di là di tali considerazioni, ricordiamo come la *ratio* sottesa alla riforma del 2017 sia tesa all'apertura della s.r.l. PMI al mercato dei capitali di rischio, in particolare attraverso la possibile costruzione di un assetto partecipativo para-azionario, il quale, come già precedentemente accennato, non può prescindere dalla creazione di quote standardizzate e prive del diritto di voto. Di primaria importanza è, dunque, evidenziare se l'apertura della compagine sociale a soci-investitori, non partecipanti alla gestione societaria, sia circostanza riscontrabile esclusivamente nell'ambito delle PMI o se, per contro, tale conformazione della struttura partecipativa possa dirsi ammissibile anche per le s.r.l. di grandi dimensioni.

Dunque, i profili che più rilevano, al fine di evidenziare se la s.r.l. non PMI possa dotarsi di un assetto proprietario non differente da quello previsto per la s.p.a., e per la s.r.l. PMI in seguito alla riforma del 2017, sono: (i) il possibile depotenziamento dei diritti del socio, fino all'eventuale esclusione del diritto di voto; (ii) la possibile standardizzazione delle partecipazioni.

Quanto al depotenziamento dei diritti del socio, tale circostanza potrebbe, anzitutto, essere conseguenza indiretta dell'assegnazione di diritti particolari ad altri membri della compagine sociale; in altri termini, la limitazione dei diritti in capo al socio potrebbe costituire il mero

³² A. Daccò, *La s.r.l.: la struttura finanziaria*, cit., pp. 697 ss.; v. anche Consiglio Nazionale del Notariato, Studio n. 138-2011/I, *I diritti particolari del socio - Vicende della partecipazione tra regole legali ed autonomia statutaria*.

³³ A titolo esemplificativo v. M. Notari, *Diritti "particolari" dei soci e categorie "speciali" di partecipazioni*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, dicembre 2003, pp. 325 ss.

riflesso dell'espansione di diritti altrui. Poniamo, a titolo esemplificativo, il caso dell'attribuzione del diritto di nomina di un amministratore ad un solo socio: chiaramente, in questo caso, gli altri soci non potrebbero esercitare alcun potere di voto quanto alla nomina di tale soggetto.

Le conseguenze sul piano della circolazione della quota non sono certo trascurabili. Secondo una prima tesi, ove il depotenziamento dei poteri sia mero corollario dell'assegnazione di prerogative potenziate in capo ad altri soci, tali partecipazioni depotenziate circolerebbero liberamente, salvo eventuali limiti statutari, e l'acquirente assumerebbe le medesime prerogative affievolite precedentemente in capo al socio originario³⁴. Per converso, una dottrina³⁵ sostiene che la circolazione della quota privilegiata congiuntamente allo stesso diritto particolare richieda, in ragione del carattere personale di tale diritto e in assenza di diverse previsioni dell'atto costitutivo, l'unanimità dei consensi dei soci. In caso di deroga da parte dell'atto costitutivo, per contro, dovrebbe essere riconosciuto a ciascuno degli altri soci il diritto di recesso.

Molto dibattuta è la possibilità di assegnare, in attuazione dell'art 2468, comma 3, c.c., diritti diversi in senso peggiorativo. A tal proposito il quadro si dimostra ancor'oggi piuttosto incerto in quanto, mentre da un lato sembra potersi ammettere tale possibilità, in particolare in ragione di orientamenti notarili favorevoli³⁶, dall'altro la dottrina sottolinea come la disciplina di riferimento appaia come esclusivamente tesa all'attribuzione di privilegi al socio³⁷.

Si osservi come, pur ammettendo la legittimità di una contrazione in via statutaria dei diritti, una volta evidenziato che il diritto particolare non circola con la quota ed anzi generalmente si

³⁴ M. Cian, *S.r.l. PMI, s.p.a., s.r.l.: schemi argomentativi per una ricostruzione del sistema*, cit., pp. 822 ss.

³⁵ V. Zanarone, in *Codice civile*, Commentario fondato da P. Schlesinger e diretto da F.D. Busnelli, Milano 2010, p.538.

³⁶ V. Orientamento dei Notai del Triveneto I.I.34 e Massima 138 del Consiglio Notarile di Milano, la quale afferma la configurabilità di un diritto particolare consistente in voto limitato o condizionato.

³⁷ V. in particolare M. Cian, *S.r.l. PMI, s.p.a., s.r.l.: schemi argomentativi per una ricostruzione del sistema*, cit., pp. 824 ss.

estingue³⁸, in ragione del carattere *ad personam* dell'assegnazione dello stesso, il trasferimento comporterebbe la riespansione dei diritti del socio, con conseguente eliminazione dell'ablazione precedente prevista. È, dunque, evidente come l'interesse a limitare i diritti esercitabili da taluni dei membri della compagine sociale, sia di fatto efficacemente perseguibile solo per il tramite della creazione di quote oggettivamente depotenziate; soluzione che ha come corollario la preclusione, in caso di trasferimento della partecipazione, dell'automatica riespansione dei poteri del nuovo socio.

Quanto all'ablazione dei diritti tipicamente assegnati al socio di s.r.l., è evidente come la condizione fondamentale per l'individuazione di un socio c.d. investitore sia, senza dubbio, la preclusione a lui rivolta quanto alla partecipazione all'attività sociale; il che presuppone, in particolare, una limitazione ovvero un'esclusione del diritto di voto. La configurabilità di partecipazioni prive del diritto di voto (o con voto limitato) sarà, tuttavia, oggetto di successiva analisi, al fine di consentire una più ordinata analisi comparatistica fra s.r.l. "grande" e PMI.

Il secondo tema rilevante è relativo alla possibilità di standardizzazione delle quote di s.r.l. non PMI. La risposta individuata dalla dottrina è tendenzialmente negativa, e ciò in ragione del generale divieto imposto dall'art. 2648 c.c. il quale afferma che "*le partecipazioni dei soci non possono essere rappresentate da azioni*". I corollari fondamentali di tale disposizione sono anzitutto il divieto di incorporazione della quota in titoli, con conseguente ovvia esclusione dell'applicabilità della disciplina cartolare e, in secondo luogo, il principio di unitarietà della partecipazione, il quale preclude la segmentazione della stessa in frazioni omogenee.

Resta, però, da stabilire se e in quali termini l'autonomia statutaria possa almeno parzialmente derogare a tali principi, tenendo in particolare considerazione la costante tensione fra unitarietà e divisibilità della partecipazione, questione oggetto di ampissimi dibattiti interpretativi³⁹.

³⁸ V. a titolo esemplificativo Consiglio Nazionale del Notariato, Studio n. 138-2011/I, *I diritti particolari del socio - Vicende della partecipazione tra regole legali ed autonomia statutaria*, pp. 7 ss.

³⁹ A titolo esemplificativo si osservi la sentenza Tribunale di Milano, 23 settembre 2017, pubblicata in "*Le Società*", 2018, pp. 580 ss., in cui si è dichiarato che "*in base alla nuova disciplina delle società a responsabilità limitata, la quota è divisibile e pertanto può essere disposta la riduzione del sequestro su una parte soltanto della partecipazione quando sufficiente a garantire le ragioni del creditore*".

Occorre sottolineare come parte della dottrina evidenzi come non sia da escludere la fissazione in via statutaria di regole organizzative che prevedano un metodo di computo dei diritti spettanti al socio ancorati ad una unità convenzionalmente fissata. In particolare, tali tesi sembrano legittimare la conformazione statutaria della partecipazione come unità minima indivisibile, attraverso la previsione di un divieto di cessione di quote aventi misura inferiore ad una grandezza minima prefissata, in attuazione del potere di istituire vincoli alla circolazione delle partecipazioni di cui all'art. 2469 c.c.. Pur risultando evidente come di per sé tale clausola non abbia come conseguenza una standardizzazione in senso proprio, in quanto il socio sarebbe comunque da considerarsi titolare di una sola quota pari ad un multiplo dell'unità convenzionalmente individuata, tale previsione statutaria ben potrebbe individuare una misura minima non superabile verso il basso⁴⁰. Tale soluzione non sembrerebbe incontrare particolari ostacoli, ed anzi costituirebbe una valorizzazione dell'autonomia tipica della s.r.l., la quale andrebbe a concretizzarsi nell'identificazione di *“multipli di un'unità di misura specifica relativa alla partecipazione alla programmazione dell'attività sociale (componente organizzativa) ed al risultato dell'attività (componente finale)”*⁴¹.

Più in generale, dunque, non sembra essere preclusa la determinazione statutaria di una misura minima della partecipazione ai fini dell'esercizio dei diritti del socio. Tuttavia, occorre sottolineare come tale forma di autonomia statutaria si risolva in un mero problema di conteggio, non derogando in alcun modo al principio di unitarietà della partecipazione. Si pensi, per esemplificare, ad un socio già titolare di una partecipazione del valore del 10% del capitale sociale, la quale conferisce il diritto di voto quanto alla nomina degli amministratori. Lo stesso socio acquista in seguito una partecipazione pari al 5% del capitale sociale, la quale, tuttavia, non assegna il diritto sopraccitato. In questo caso, ai fini del conteggio dei voti, il socio eserciterà il suo diritto meramente in relazione al 10% del valore del capitale sociale,

⁴⁰ M. Cian, *S.r.l. PMI, s.p.a., s.r.l.: schemi argomentativi per una ricostruzione del sistema*, cit., pp. 818-857.

⁴¹ M. C. Di Martino, *Tipico e transtipico delle categorie speciali di quote delle s.r.l. PMI*, in *Le Nuove leggi civili commentate*, 2019, n.6, p. 1509.

rimanendo, ciononostante, titolare di un'unica partecipazione. In altri termini, non vi è alcun superamento del principio "un socio, una partecipazione"⁴².

Ben differente il problema attinente all'ammissibilità o meno della scomposizione della partecipazione in plurime unità quantitativamente omogenee e fra loro autonome, quanto all'esercizio delle prerogative assegnate da ciascuna quota. Il riconoscimento di siffatta autonomia statutaria consentirebbe alla s.r.l. di avvalersi, nella creazione di quote, della tecnica azionaria, individuando prerogative connesse alle singole ed autonome frazioni del rapporto sociale; tecnica che, di conseguenza, consentirebbe al socio un esercizio divergente dei suoi diritti.

Tale soluzione, tuttavia, si tradurrebbe in una piena equiparazione fra quota di s.r.l. e partecipazione azionaria: risultato in evidente conflitto con il divieto di rappresentazione in azioni di cui all'art. 2468 c.c., il quale, come diremo, sembra essere oggetto di una deroga in seguito alla novella legislativa del 2017, ma esclusivamente in riferimento alle s.r.l. PMI.

Per concludere, pur riconoscendosi in capo alla s.r.l. di grandi dimensioni un'ampia autonomia, quanto alla determinazione di unità minime di partecipazione cui subordinare l'esercizio di determinati diritti, il limite ineludibile posto dall'art. 2468 c.c. impedisce la creazione di quote standardizzate e autonome, tali da accogliere il principio, proprio delle partecipazioni azionarie, secondo il quale un socio "*sarebbe socio tante volte quante sono le (partecip)azioni di cui è titolare*"⁴³. Dunque, in via generale, il socio di s.r.l. "grande" non può che considerarsi titolare di un'unica partecipazione e, al fine dell'esercizio dei diritti sociali, rilevante è la misura dell'unica quota detenuta.

⁴² M. Sciuto, *Le quote di partecipazione*, in *Le società a responsabilità limitata*, a cura di C. Ibba e G. Marasà, 2020, pp. 560 ss.

⁴³ M. Sciuto, *Le quote di partecipazione*, cit., p. 563.

1.9 S.r.l. pmi: quote standardizzate e superamento del divieto di rappresentazione in azioni

Fermo il limite sopra esposto, in relazione alla s.r.l. “grandi”, occorre, ora, evidenziare se il fenomeno della standardizzazione delle quote emesse dalla s.r.l. PMI possa, per contro, tradursi in un effettivo superamento del divieto di rappresentazione delle quote in azioni, il quale darebbe adito all’individuazione di una rilevantissima discrasia tra le due “categorie” di società a responsabilità limitata.

Tuttavia, per comprendere appieno il quesito, si rende necessario ricostruire il significato di standardizzazione.

In primo luogo, può parlarsi di standardizzazione “qualitativa”, la quale consiste nella creazione di una categoria composta da una pluralità di quote cui sono attribuiti diritti identici, ma divergenti rispetto a quelli attribuiti ad altre categorie o alle partecipazioni “ordinarie”. Si evince, dunque, un primo profilo di divergenza fra s.r.l. PMI e “grandi”, in ragione della facoltà, riconosciuta solo in capo alle prime, di creare tali categorie.

Tuttavia, accanto alla omogeneità qualitativa delle quote appartenenti alla medesima categoria, affinché possa discutersi di standardizzazione, vi è la necessità di individuare una oggettivizzazione o spersonalizzazione delle quote. In altri termini, le prerogative devono dirsi assegnate alla quota, indifferentemente dalla persona del socio e con le conseguenze che verranno analizzate nel capitolo successivo.

Ciò precisato, affinché possa dirsi compiuta la standardizzazione, non appare sufficiente la categorizzazione delle stesse, ma occorre, altresì, che sia attribuito lo stesso valore nominale a ciascuna quota. Deve, infatti, precisarsi come, in assenza di una norma che imponga l’uguaglianza del valore nominale di tutte le partecipazioni sociali, non può che ritenersi ammissibile la configurazione di: (i) categorie di quote standardizzate, caratterizzate dall’uguaglianza sia del valore nominale che dei diritti assegnati; (ii) ma anche di categorie di quote non standardizzate e, dunque, connotate meramente dall’eguaglianza e dalla c.d. “spersonalizzazione” dei diritti. Solamente nel primo caso, dunque, può dirsi realizzata la standardizzazione “quantitativa”, e l’atto costitutivo dovrà prevedere non solo i diritti assegnati alle quote serializzate ma, in aggiunta, il numero e il valore nominale delle stesse. Per contro, nel secondo caso numero e valore delle quote sono questioni rimesse alle vicende circolatorie

delle partecipazioni e, pertanto, la determinazione statutaria avrà ad oggetto meramente i diritti riconducibili alle quote⁴⁴.

Illustrati i fondamentali connotati della “serializzazione” delle quote, preme, ora, chiedersi se la riforma del 2017 abbia reso ammissibile, per le s.r.l. PMI, una conformazione delle quote tale da derogare completamente al principio “tante quote quanti soci”. Si rilevi, infatti, come la creazione di quote connotate da una standardizzazione quantitativa e, soprattutto, da una autonomia fra le stesse, avrebbe come corollario la possibile titolarità di una partecipazione multipla.

Tale soluzione si pone in evidente conflitto con il divieto di rappresentazione delle quote in azioni, sancito dall’art. 2468 c.c.⁴⁵; tuttavia, è proprio tale regola a sancire una netta distinzione tra le s.r.l. “grandi” e le s.r.l. PMI. Deve, infatti, evidenziarsi come l’art. 26, comma 2, d.l. 179/2012 abbia derogato, seppur non espressamente, il divieto sopracitato, con riferimento solo a queste ultime⁴⁶.

Dunque, mentre l’unitarietà delle partecipazioni rimane principio ineludibile nelle s.r.l. “grandi”, è consentita alle s.r.l. PMI l’adozione di una tecnica di conformazione delle quote tipica delle società azionarie e che preveda, di conseguenza, la possibilità per il socio di essere titolare di più partecipazioni, anche appartenenti a categorie diverse. Ciò genera, in modo

⁴⁴ In tal senso v. Consiglio Notarile di Milano, Massima n. 171, *Nozione di categorie di quote di s.r.l. PMI (art. 26 comma 2, d.l. 179/2012; art. 2468 c.c.; art. 2348 c.c.)*, 27 novembre 2018.

⁴⁵ M. Sciuto, *Le quote di partecipazione*, cit., pp. 554 ss.

⁴⁶ M. Maltoni, *La Srl start up innovativa*, in *Le nuove Srl. Aspetti sistematici e soluzioni operative*, *Quaderni della Fondazione del Notariato*, 2014, p. 195; S. Guizzardi, *L’impresa start-up innovativa costituita in forma di S.r.l.*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2016, p. 564; M. Cian, *S.r.l. PMI, s.p.a., s.r.l.: schemi argomentativi per una ricostruzione del sistema*, cit., p. 831; così anche Consiglio Notarile di Milano, Massima n. 171, 2018. In senso contrario, invece, v. M. Sciuto, *Le quote di partecipazione*, cit., pp. 564 ss.; Comitato interregionale dei Consigli Notarili delle Tre Venezie, Massima I.N.6 – *Applicazione del principio di unicità di partecipazione in presenza di categorie di quote*, secondo cui sarebbe possibile suddividere le quote di partecipazione in categorie ma non anche queste ultime in unità predeterminate.

piuttosto evidente, da un lato un avvicinamento della s.r.l. PMI alla società azionaria, dall'altro una discrasia rispetto alla s.r.l. "grande".

Una volta chiarito il concetto di standardizzazione, precisiamo che non vi è alcuna preclusione, per l'atto costitutivo della s.r.l. PMI, quanto alla creazione di partecipazioni "ordinarie" accanto all'emissione di quote standardizzate. In altri termini, i soci ben potrebbero predisporre un assetto proprietario connotato dalla convivenza di soci di categoria e di soci titolari di partecipazioni assoggettate all'ordinario statuto codicistico, non potendosi riscontrare alcun elemento che deponga contrariamente a tale soluzione. Ed anzi, seppur con riferimento alle start-up, la legge dispone espressamente che, al venir meno della qualifica soggettiva cui è subordinata la possibile emissione di quote di categoria, mantengono efficacia le clausole statutarie in deroga all'ordinario statuto codicistico, limitatamente alle quote di partecipazione già sottoscritte; il che ha come ineludibile corollario la possibile coesistenza "*nella medesima s.r.l. di quote individuali e di categoria*"⁴⁷.

Quanto al possibile contenuto delle quote di categoria, occorre dare nota delle due essenziali possibilità conferite all'autonomia statutaria della s.r.l. PMI: (i) la creazione di categorie di quote fornite di diritti diversi ai sensi dell'art. 26, comma 2, c.l. 179/2012; (ii) l'emissione di categorie di quote sprovviste di diritti di voto, o con limitazione di tale prerogativa, ai sensi del terzo comma della stessa disposizione.

In particolare, la creazione di quote dotate di diritti amministrativi ridotti, se non totalmente elisi, è funzionale all'apertura della s.r.l. PMI e all'accesso ad un mercato dei capitali di rischio, tendenzialmente connotato da soggetti disinteressati alla partecipazione attiva all'attività di gestione societaria. Attraverso la creazione di quote "oggettivamente speciali" è infatti possibile, da un lato, neutralizzare la partecipazione attiva del socio alla vita della società e, dall'altro, incorporare la specialità alla quota stessa, con conseguente trasferimento della limitazione del diritto amministrativo ad un futuro eventuale nuovo acquirente della quota, garantendo così la stabilità di tale assetto partecipativo. In altri termini, le imponenti deroghe

⁴⁷ Osservatorio sul diritto societario del Consiglio Notarile dei distretti riuniti di Firenze, Pistoia e Prato, Massima n. 38 – *Start up innovativa e costituzione*, 2014; Consiglio Notarile di Milano, Massima n. 171, 2018. In dottrina, v. M. Maltoni, *La Srl start up innovativa*, cit., p. 195; S. Guizzardi, *L'impresa start-up innovativa costituita in forma di S.r.l.*, cit., p. 565.

al diritto societario, conseguenti alle riforme del 2017, consentono all'atto costitutivo della s.r.l. PMI di vanificare la componente di "socialità" della quota, che caratterizza la partecipazione "ordinaria" come delineata dallo statuto codicistico, lasciando spazio alla sola componente di "finanziarietà"⁴⁸, la quale palesa forti elementi di simmetria fra il "socio-investitore" e l'azionista.

Alla luce delle presenti dichiarazioni, risulta difficilmente controvertibile la teoria che vuole ricostruire la nuova s.r.l. PMI "come medio-piccola società a responsabilità limitata con azioni"⁴⁹.

Fermo quanto sin qui affermato, sorge spontaneo il quesito circa gli effetti che l'eventuale superamento dei parametri dimensionali produce sulle categorie di quote. In altri termini, ci si chiede se la perdita della qualifica di PMI possa pregiudicare l'assetto partecipativo predisposto dall'atto costitutivo e connotato dalla standardizzazione delle quote.

In merito a tale questione, il Consiglio Nazionale del Notariato si è espresso affermando che la sopravvenuta perdita di tale qualifica non implicherebbe in alcun modo l'obbligatorio intervento modificativo dello statuto, volto alla soppressione della categorizzazione delle quote, in quanto l'efficacia delle deroghe al diritto societario, previste ai commi 2 e 3 dell'art. 26, d.l. 179/2012, permarrrebbe anche in seguito a tale evenienza⁵⁰. Tuttavia, occorre precisare come la permanenza degli effetti relativi alle categorie di quote debba riferirsi alle sole partecipazioni preesistenti alla data in cui viene meno il rispetto dei parametri posti dalla Raccomandazione n. 2003/361/CE⁵¹. Tale soluzione appare perfettamente coerente con quanto previsto dal legislatore con riferimento alle start-up innovative, le quali, in caso di perdita dei

⁴⁸ Riprendendo la scelta terminologica di cui si avvale M. Cian, *Dalla s.r.l. a base personalistica alle quote "finanziarie" e alla destinazione ai mercati: tante s.r.l.?*, in *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della Crisi, Studi in onore di O. Cagnasso*, a cura di M. Irrera, 2020, pp. 35 ss.

⁴⁹ P. Benazzo, *Categorie di quote, diritti di voto e governance della "nuovissima" s.r.l.*, cit., p. 647.

⁵⁰ Consiglio Nazionale del Notariato, Studio n. 101/2018/I, *La nuova disciplina delle (PMI) società a responsabilità limitata*, p. 7.

⁵¹ In tal senso v. anche Consigli Notarili delle Tre Venezie, Massima n. I.N.4, *Perdita da parte di s.r.l. dei requisiti di PMI e sorte delle categorie di quote esistenti*, 9/2018.

requisiti di innovatività di cui all'art. 25 del decreto indicato, mantengono il regime di deroga in relazione alle sole quote di categoria previamente emesse⁵².

Tali considerazioni dovrebbero ritenersi tutt'altro che irrilevanti, in quanto rendono possibile evidenziare l'esistenza di una s.r.l. che, pur non essendo più definibile come PMI, può accedere alla peculiare normativa creata *ad hoc* per società di dimensioni contenute. Potrebbe, dunque, astrattamente ipotizzarsi una s.r.l. c.d. "ordinaria" connotata da un assetto proprietario parazionario: circostanza che avrebbe come conseguenza un'evidente evanescenza dei tratti tipologici che permettono di discernere società azionarie e a responsabilità limitata.

1.10 Categorie di quote fornite di diritti diversi

Si rendono ora necessari una serie di più precisi rilievi quanto alla portata dell'art. 26 secondo comma, d.l. 179/2017 come modificato nel 2017, il quale legittima la creazione di categorie di quote fornite di diritti diversi, anche in deroga a quanto disposto dall'art. 2468, commi 2 e 3, del codice civile.

Abbiamo già osservato come la standardizzazione qualitativa si concretizzi nella creazione di categorie di quote che *"si caratterizzano per la circostanza di attribuire a tutti i loro possessori "diritti diversi" dai diritti spettanti agli altri soci e/o alle quote di altre categorie, ma al contempo uguali ai diritti spettanti alle quote della medesima categoria"*⁵³. Tuttavia, come accennato, non essendo imposta l'uguaglianza del valore nominale di tutte le partecipazioni sociali, si ritiene pienamente ammissibile la configurazione sia di categorie di quote standardizzate, circostanza nella quale l'atto costitutivo deve determinare non solo i diritti spettanti ai titolari ma, altresì, la loro misura e il loro numero, e categorie di quote "non standardizzate" caratterizzate, pertanto, dalla semplice uguaglianza dei diritti diversi attribuiti ai titolari. Ribadiamo che, in quest'ultimo caso, lo statuto non identifica il numero e la misura di tali partecipazioni, in quanto rimessi *"alle vicende circolatorie poste in essere tra i soci, nel*

⁵² S. Guizzardi, *L'impresa start-up innovativa costituita in forma di S.r.l.*, cit., p. 563.

⁵³ Consiglio notarile di Milano, Massima n. 171, 2018.

rispetto degli eventuali limiti statuari in tema di trasferimento e di divisione delle quote sociali”.

Per agevolare la ricostruzione degli spazi concessi all'autonomia statutaria della s.r.l. PMI, possono identificarsi tre modalità attraverso le quali è possibile attribuire i medesimi diritti particolari ad una pluralità di soci, ovvero: (i) l'attribuzione di “diritti particolari di gruppo”, che è consentita a tutte le s.r.l. indipendentemente dai requisiti dimensionali; (ii) l'attribuzione di tali prerogative ad una parte predeterminata delle quote che rappresentano il capitale sociale, “*senza individuazione statutaria dei rispettivi titolari, ma senza standardizzazione delle quote stesse*”; (iii) l'assegnazione di diritti diversi a una parte predeterminata delle quote standardizzate e, dunque, “*aventi tutte la medesima misura ed essendo quindi suscettibili di essere detenute in numero variabile da uno o più soci*”⁵⁴. Osserviamo, quindi, come, pur essendo la standardizzazione senz'altro legittima, dovrebbe escludersi una necessità della stessa⁵⁵.

Una prima questione da affrontare è quella relativa alla decisione di emissione di quote di categoria dotate di diritti diversi. Specificatamente, ci si interroga sulla necessità di conservare il principio del consenso unanime, il quale governa la delibera assembleare volta all'assegnazione *ad personam* di diritti particolari, ovvero, per contro, sull'opportunità di subordinare tale decisione ad un diverso quorum deliberativo.

Per comprendere appieno il quesito, occorre, anzitutto, ricostruire la *ratio* sottesa al principio unanimistico e, a tal fine, le massime notarili risultano essere un efficace ausilio per l'interprete. In particolare, il Consiglio Notarile di Milano, con Massima n. 172 del 2018, evidenzia come la regola dell'unanimità di cui l'art. 2468, comma 4, c.c., cui è subordinata l'introduzione (così come la modificazione o la soppressione) di diritti particolari, si giustifica sulla base del fatto che tale vicenda incide “*(quasi) per definizione in modo diverso sui diritti spettanti ai soci*”. In altri termini, l'assegnazione su base personalistica di una particolare prerogativa, che essa sia inerente all'amministrazione o alla distribuzione degli utili, comporta inevitabilmente una

⁵⁴ Consiglio notarile di Milano, Massima n. 171, 2018

⁵⁵ S. Guizzardi, *L'impresa start-up innovativa costituita in forma di S.r.l.*, cit., pp. 564 ss. sembra invece reputare la standardizzazione come connotato intrinseco alla categoria, seppur in riferimento alle s.r.l. start-up.

deroga al principio di uguaglianza e di proporzionalità del contenuto delle partecipazioni. Per contro, la prassi notarile ha evidenziato come l'emissione di nuove quote di categoria dotate di diritti diversi non incide necessariamente in modo significativo su tali principi, quantomeno nei casi in cui l'emissione avvenga in modo tale da *“trattare tutti i soci in modo paritetico, in dipendenza della partecipazione da essi detenuta, senza distinzioni personalistiche tra gli uni e gli altri”*.

Alla luce di tali considerazioni, il criterio determinante per identificare la regola applicabile alla decisione dei soci di emettere tali quote non può che essere la verifica del rispetto del principio di parità di trattamento dei soci.

La Massima notarile testé indicata, evidenzia tre circostanze nelle quali potrebbe dirsi assicurato il rispetto di tale principio, ovvero ove l'emissione della quota avvenga: (i) *“in forza di un aumento del capitale sociale offerto in opzione ai soci in proporzione alle partecipazioni detenute”*; (ii) *“in forza di conversione obbligatoria di una parte proporzionale di tutte le partecipazioni sociali già esistenti”*; (iii) *“in forza di conversione facoltativa delle partecipazioni sociali già esistenti, offerta a tutti i soci in proporzione alle partecipazioni detenute”*. Nei siffatti casi, dunque, la decisione dei soci deve ritenersi subordinata al raggiungimento delle maggioranze richieste dalla legge o dallo statuto per le modificazioni statutarie, e ciò in ragione del venir meno della ragione giustificativa che ha indotto il legislatore a introdurre, ai sensi dell'art. 2468, comma 4, c.c., l'eccezionale regola dell'unanimità. Preme, infatti, osservare come, nelle ipotesi appena indicate, si verifichi certamente una modifica del contenuto delle partecipazioni preesistenti, ma tale modifica avviene in modo eguale per tutti i soci o, quantomeno, mediante un'offerta rivolta in modo identico a tutti i soci.

Sorge, di conseguenza, spontaneo il quesito circa i casi in cui la creazione di nuove categorie di quote dotate di diritti diversi abbia un effetto pregiudizievole sul principio di parità di trattamento dei soci. Tale evenienza è di per sé astrattamente configurabile in 2 casi: (i) anzitutto, la decisione dei soci potrebbe comportare una lesione di diritti particolari assegnati *ad personam* ad uno o più soci; (ii) in secondo luogo, tale delibera potrebbe pregiudicare i diritti diversi attribuiti ad altre categorie di quota.

Quanto al primo caso, il Comitato Interregionale dei Consigli Notarili delle Tre Venezie, con l'Orientamento I.N.1, ha sostenuto l'impossibilità della creazione di categorie di quote dotate

di diritti particolari che si pongono in contrasto, anche in via meramente potenziale, con l'ambito operativo dei diritti particolari assegnati *ex art.* 2468, comma 3, c.c.. Tale presa di posizione non si mostra tuttavia esente da critiche, tanto che il Consiglio Notarile di Milano, con Massima n. 172, ha evidenziato come l'eventuale conflitto sia in realtà riconducibile all'ambito applicativo del comma 4, art. 2468 c.c., il quale ammette l'introduzione di simile pregiudizio ove sussista il consenso unanime dei soci, sempre che lo statuto non ammetta la modifica dei diritti particolari a maggioranza (fatto salvo, in quest'ultima ipotesi, il diritto di recesso). Ad ogni modo, non ritengo sia da escludere che, in caso di emissione di quote di categorie dotate di diritti tali da limitare le prerogative assegnate *ad personam* ad altri soci *ex art.* 2468 c.c., possa in realtà rinvenirsi una modifica indiretta di diritti particolari, la quale non richiederebbe dunque il consenso (unanime o maggioritario) dei soci, ma avrebbe invece come corollario il riconoscimento di un diritto di recesso in capo al socio che subisce un'eliminazione *de facto* del suo potere, coerentemente con quanto disposto dall'art. 2473, comma 1, c.c.⁵⁶.

Più complessa la questione attinente all'emissione di quote di categoria dotati di diritti diversi idonee a pregiudicare i diritti attribuiti ad altre categorie di quote; in questo caso, l'interprete è posto di fronte a tre alternative.

Anzitutto, si potrebbe ipotizzare l'applicabilità dell'art. 2468, quarto comma, c.c., il quale richiede il consenso unanime dei soci, salva l'autonomia riconosciuta all'atto costitutivo, il quale potrebbe prescrivere un diverso quorum.

Una seconda opzione più "liberale" ritiene, per contro, sia applicabile l'ordinaria regola, prevista *ex lege* o dall'atto costitutivo, cui è subordinata la modificazione statutaria. In altri termini, non vi sarebbe esigenza alcuna di richiedere l'approvazione di tale decisione da parte dei soci titolari di quote della categoria interessata, per i quali, dunque, residuerebbe meramente la facoltà di esercitare il voto in senso contrario all'interno dell'assemblea.

Se *prima facie*, aderendo a tale tesi, sembrerebbe comunque permanere una tutela in capo al socio dissenziente e pregiudicato nei suoi diritti, costituita dal diritto di recesso *ex art.* 2473

⁵⁶ Anche il Consiglio Notarile di Milano, con Massima n. 172, fa segnatamente riferimento alla causa di recesso costituita dal compimento di operazioni che comportano una rilevante modificazione dei diritti attribuiti ai soci a norma dell'art. 2468, comma 4, c.c..

c.c., non si può certo trascurare come l'atto costitutivo della s.r.l. PMI ben potrebbe escludere il diritto di voto del socio, comportando un'inevitabile quanto eccessiva contrazione dei presidi a tutela di tale socio.

Per contro, la terzi tesi, cui aderisce la dottrina assolutamente maggioritaria⁵⁷, propone l'applicazione analogica dell'art. 2376 c.c., il quale, in materia di s.p.a., afferma che *“se esistono diverse categorie di azioni o strumenti finanziari che conferiscono diritti amministrativi, le deliberazioni dell'assemblea, che pregiudicano i diritti di una di esse, devono essere approvate anche dall'assemblea speciale degli appartenenti alla categoria interessata”*. Siffatta soluzione interpretativa appare preferibile, e ciò in quanto ha come presupposto una coerente qualificazione dei diritti attinenti alla categoria non come meramente individuali ma come collettivi e, pertanto, assoggettati alle regole societarie di disposizione e gestione che attribuiscono il potere alla maggioranza dei titolari di tali diritti.

Peraltro, l'applicabilità dell'art. 2376 c.c. rende necessario introdurre, senza pretese di esaustività, l'ancora aperto dibattito posto dalla distinzione tra modifiche dirette e indirette ai diritti degli azionisti. In particolare, si discute se tale tutela sia circoscritta all'ipotesi di decisioni aventi ad oggetto i diritti degli azionisti o se, per contro, l'approvazione dell'assemblea speciale debba ritenersi necessaria anche nell'ipotesi di modifica indiretta. In questa sede, basti sottolineare come non si sia ancora pervenuti ad una soluzione univoca né in dottrina, né in giurisprudenza⁵⁸.

Ciò precisato, non si può certo trascurare l'ampia autonomia statutaria riconosciuta al tipo s.r.l., che consentirebbe all'atto costitutivo di derogare al meccanismo individuato dall'art. 2376 c.c.. In particolare, il Consiglio Notarile di Milano, con Massima n. 177, afferma come in via statutaria la società possa prevedere, ad esempio: (i) *“una maggioranza per la valida costituzione dell'assemblea “speciale” diversa da quella prevista dalla legge (o dallo statuto)*

⁵⁷ A titolo esemplificativo, v. P. Benazzo, *Categorie di quote, diritti di voto e governance della “nuovissima” s.r.l.*, cit., p. 655; M. Speranzin, *S.r.l. piccole-medie imprese tra autonomia statutaria e ibridazione dei tipi (con particolare riferimento alle partecipazioni prive del diritto di voto)*, cit., pp. 354.

⁵⁸ V. per alcuni riferimenti al dibattito: F. D'Alessandro, *Aumento di capitale, categorie di azioni e assemblee speciali*, in *Giurisprudenza commerciale*, 1990, pp. 577 ss.; C. Angelici, *Sull'art. 2437, primo comma, lettera g) del c.c.*, in *Rivista del notariato*, 2014, pp. 867 ss.

per la valida costituzione dell'assemblea generale"; (ii) "maggioranze rafforzate o comunque particolari per l'approvazione, da parte dei soci titolari di quote della categoria interessata, delle modifiche dei diritti particolari"; (iii) "la necessità del consenso di tutti i soci titolari delle quote della categoria interessata"; (iv) "l'espressione del consenso dei soci titolari delle quote della categoria interessata nell'ambito dell'assemblea generale chiamata ad approvare le modifiche, senza costituzione di un'assemblea "speciale"; (v) "meccanismi e forme diversi di acquisizione del consenso dei soci titolari delle quote di categoria speciale, anche prevedendo modalità extra assembleari, senza particolari vincoli di forma, purché ne sia possibile acquisire idonea documentazione".

Questione ricca di rilevanti implicazioni è la possibile coesistenza di soci titolari di diritti diversi assegnati su base personalistica e categorie di quote connotate, per contro, da un'assegnazione oggettivizzata di tali diritti. Ancora, preme sottolineare come appaia ammissibile anche l'evenienza nella quale un socio sia contemporaneamente assegnatario di diritti diversi attribuiti sulla base della titolarità della quota di categoria, nonché di diritti particolari determinati dall'atto costitutivo a norma dell'art. 2468, comma 3, c.c.⁵⁹.

Occorre, dunque, approfondire quali siano i già accennati elementi di divergenza fra l'assegnazione dei diritti diversi mediante categorizzazione delle quote e l'attribuzione *ad personam* di diritti particolari ai singoli soci.

Una prima asimmetria fondamentale fra le due tipologie di partecipazione di cui sopra si registra, anzitutto, sul piano della circolazione del diritto speciale. Nel caso di partecipazione conformata al principio personalistico di cui all'art. 2468 comma 3 c.c., il trasferimento della stessa comporterà, come già osservato e salvo diversa previsione statutaria, l'estinzione del diritto particolare assegnato; contrariamente, il trasferimento di quote di categorie comporta, di norma, il passaggio dei diritti diversi al socio acquirente e ciò in ragione di una "spersonalizzazione" delle quote, che si estrinseca nell'attribuzione di prerogative in via del tutto indipendente dall'identità del socio.

⁵⁹ Consiglio Notarile di Milano, Massima n. 171, *Nozione di categorie di quote di s.r.l.* PMI, 2018. In senso contrario, v. M. Sciuto, *Le quote di partecipazione*, cit., p. 556.

Tuttavia, deve ritenersi ferma la possibilità per l'atto costitutivo di derogare alla regola di libera trasferibilità dei diritti diversi assegnati alle quote di categoria. Tale deroga potrà avvenire essenzialmente attraverso: (i) l'automatica conversione in quote appartenenti ad una diversa categoria, e ciò sulla base di determinati presupposti e condizioni cui risponde o meno il socio acquirente; (ii) oppure la conversione in quote non dotate di diritti diversi⁶⁰.

Un'ulteriore divergenza fra l'assegnazione di diritti particolari in via soggettiva e in via reale (ancorati dunque alla quota e non alla figura del socio) attiene alla modificazione del diritto stesso.

Per quanto attiene al caso di assegnazione *ad personam*, l'art. 2468, comma 4, c.c., subordina tale modifica al consenso unanime dei soci, salvo che sia diversamente stabilito dall'atto costitutivo.

Quanto ai diritti incorporati nelle categorie quote, possono essere reiterate le conclusioni inerenti all'applicazione analogica dell'art. 2376 c.c., il quale prevede un'assemblea speciale degli appartenenti alla categoria interessata, informata alle disposizioni in materia di assemblea straordinaria⁶¹, e che costituirebbe la regola di *default* applicabile al caso in esame.

In ogni caso, anche con riferimento alle s.r.l. "grandi", si osservi come l'estesa autonomia statutaria permetta di derogare al principio del consenso unanime con specifica previsione statutaria, non solo subordinando la modifica del diritto particolare, assegnato *ad personam*, ad una delibera assunta a maggioranza, ma altresì prevedendo un meccanismo analogo a quello di cui all'art. 2376 c.c.⁶².

⁶⁰ Consiglio Notarile di Milano, Massima n. 171, 2018.

⁶¹ M. Speranzin, *S.r.l. piccole-medie imprese tra autonomia statutaria e ibridazione dei tipi (con particolare riferimento alle partecipazioni prive del diritto di voto)*, cit., pp. 354; M. Cian, *S.r.l. PMI, s.p.a., s.r.l.: schemi argomentativi per una ricostruzione del sistema*, cit., pp. 833 ss.; così anche la Massima n. 40 degli Orientamenti notarili toscani in materia di diritto societario.

⁶² M. Cian, *S.r.l. PMI, s.p.a., s.r.l.: schemi argomentativi per una ricostruzione del sistema*, cit., pp. 829.

1.11 Limiti alla creazione di categorie di quote

Occorre, ora, evidenziare se e quali limiti siano imposti ai soci nel delineare il contenuto delle quote di categoria dotate di diritti diversi, tralasciando temporaneamente la questione attinente alla limitazione o completa elisione del diritto di voto, che sarà oggetto di un paragrafo dedicato.

L'art 26 comma 2, d.l. n. 178/2012, quanto ai limiti relativi alla determinazione del contenuto delle categorie di quote, richiama meramente i confini dettati dalla legge, la quale, tuttavia, non procede ad un'espressa previsione degli stessi. L'interprete non può dunque che procedere pazientemente con una complessa attività ermeneutica che coinvolge le norme dettate dal codice in materia sia di s.r.l. che, in caso di incompatibilità o lacune, di s.p.a..

In ogni caso, ricordiamo che, anche ove l'interprete aderisse alla teoria della c.d. "ibridazione" dei tipi, tale operazione non potrebbe certo ridursi ad un mero richiamo ai limiti imposti dal legislatore per le azioni. Infatti, seppur da un lato tale automatico richiamo certamente agevolerebbe l'attività dell'interprete, dall'altro rischierebbe di elevare ad assunto la piena equiparabilità fra quota standardizzata ed azione; idea che, ancor'oggi, sembra essere rigettata dalla dottrina⁶³.

In via preliminare, un interrogativo rilevante attiene al riconoscimento o meno del carattere atipico dei diritti diversi ancorati alle quote di categoria. Occorre rilevare come tale questione sia già stata risolta dalla dottrina, per quanto attiene alla fattispecie azionaria, la quale è oggi chiaramente orientata verso una lettura dell'art. 2348 c.c. che riconosca l'atipicità delle categorie speciali di azioni⁶⁴. Tali considerazioni restano ferme anche nel caso di s.r.l. PMI, ricordando che è stata riconosciuta la possibilità di delineare diritti particolari atipici nella

⁶³ N. Abriani, *La struttura finanziaria della società a responsabilità limitata*, in *Rivista Diritto Societario*, 2019, p. 514; M. Sciuto, *Le quote di partecipazione*, cit., p. 563.

⁶⁴ M. C., Di Martino, *Tipico e transtipico delle categorie speciali di quote delle s.r.l. PMI*, cit., pp. 1503 ss.; Consiglio Notarile dei Distretti riuniti di Firenze, Pistoia e Prato, Massima n. 15 – *Categorie di azioni e nomina degli amministratori*, 2010; Consiglio Notarile di Milano, Massima n. 142 – *Categorie di azioni e diritto di nomina di amministratori e sindaci*, 2015.

società a responsabilità limitata, anche ove l'assegnazione degli stessi avvenga su base personalistica⁶⁵, e che, pertanto, non si evidenziano ostacoli al riconoscimento di tale principio anche in caso di quote standardizzate.

Il quesito, già posto in relazione alle s.r.l. non PMI, sulla possibile assegnazione di diritti diversi in senso peggiorativo, trova, nel caso della s.r.l. PMI una più agevole soluzione. Il Consiglio notarile di Milano, con Massima n. 175 del 2018, ha risposto positivamente alla questione, evidenziando come, diversamente dalle s.r.l. "grandi", nel caso delle PMI vi è una norma, l'art. 26, d.l. 179/2012, che delinea espressamente la possibilità di creare una categoria di quote connotata dall'assenza o dalla limitazione del diritto di voto. Coerentemente con tale premessa, non può che affermarsi la legittimità della previsione di diritti diversi consistenti in *"una diversità di posizione partecipativa determinata dalla perdita totale o parziale di diritti e poteri in generale spettanti al socio o da una loro regolamentazione più restrittiva [...]"*⁶⁶.

Alla luce di quanto testé affermato, si rende inevitabile verificare quali siano i diritti ineliminabili o non limitabili.

In primo luogo, al fine di evidenziare gli argini posti dall'ordinamento all'autonomia statutaria delle s.r.l. PMI, la dottrina⁶⁷ evidenzia come l'art. 26 comma 2, d.l. 179/2012, nel subordinare la creazione di categorie ai limiti previsti *ex lege*, faccia riferimento all'applicabilità di tutti i divieti previsti in generale per la s.r.l. non PMI. È evidente come una tesi opposta si porrebbe in aperto contrasto con l'interpretazione maggioritaria, che nega all'unanimità che la s.r.l. PMI assuma tratti distintivi tali da legittimare la sua qualificazione come tipo societario autonomo⁶⁸.

⁶⁵ A. Daccò, *La s.r.l.: la struttura finanziaria*, cit., p. 699.

⁶⁶ Consiglio Notarile di Milano, Massima n. 175, *Categorie di quote con diritto di opzione limitato o escluso nelle s.r.l. PMI*, 2018; Comitato Interregionale dei Consigli Notarili delle Tre Venezie, I.N.3, *Assenza di limiti quantitativi nella creazione di categorie di quote a voto limitato nelle s.r.l. PMI*.

⁶⁷ N. Abriani, *La struttura finanziaria della società a responsabilità limitata*, cit., p. 514; C. Rinaldo, *La multiformalità della s.r.l.*, cit., p. 1536.

⁶⁸ Per ulteriori approfondimenti v. M. Cian, *Il tipo s.r.l.?*, in *Le nuove leggi civili commentate*, 2021, pp. 296 ss.

Continua, dunque, ad operare, anzitutto, il divieto di patto leonino, con conseguente non conformabilità di una categoria di quote che privi integralmente i titolari di qualsivoglia partecipazione alle perdite o agli utili⁶⁹.

Per quanto attiene, al diritto di recesso del socio, l'art. 2481 bis, comma 1, c.c., prevede la possibilità per l'atto costitutivo di consentire che *“l'aumento di capitale possa essere attuato anche mediante offerta di quote di nuova emissione a terzi; in tal caso spetta ai soci che non hanno consentito alla decisione il diritto di recesso a norma dell'articolo 2473”*. Dunque, in tale circostanza, la prassi notarile⁷⁰ afferma l'impossibilità di limitare tale diritto. Non sembra, pertanto, sussistere alcuna differenza rispetto alla disciplina applicabile al socio titolare di partecipazioni “ordinarie”; ciò in quanto l'insopprimibilità del diritto di recesso nel caso citato è inderogabilmente prevista dalla legge, con la chiara finalità di assicurare il disinvestimento da parte del socio dissenziente rispetto ad un'operazione, quale appunto l'aumento di capitale con offerta di quote di nuova emissione a terzi, idonea ad incidere in modo rilevante sull'assetto proprietario e sui diritti patrimoniali e amministrativi.

Quanto all'eventuale esclusione del diritto di sottoscrizione dei soci in caso di aumento del capitale sociale, sembrano potersi reiterare le considerazioni formulabili anche per la s.r.l. non PMI. È quindi certamente ammessa la creazione di quote che limitano tale diritto, salvo per quanto attiene al caso di cui all'art. 2481 *ter* c.c. e, dunque, a seguito di una riduzione del capitale sotto la soglia minima prevista *ex lege*⁷¹. Tale conclusione si può evincere dallo stesso tenore dell'art. 2481 bis, comma 3, c.c., il quale legittima l'esclusione del diritto di opzione attraverso la previsione della possibile emissione di nuove quote assegnate a terzi, salvo nel caso di cui sopra. La *ratio* è evidente: ove si consentisse la compressione di tale diritto, il postulato finirebbe per essere, in caso di azzeramento del capitale sociale, l'uscita dalla società

⁶⁹ Questa è la posizione riscontrabile anche nella prassi notarile; v. Comitato Interregionale dei Consigli Notarili delle Tre Venezie, Orientamento I.N.2 e Consiglio Notarile di Milano, Massima n.173.

⁷⁰ Consiglio Notarile di Milano, Massima n. 174, *Categorie di quote a voto ridotto o maggiorato nelle s.r.l. PMI*, 2018.

⁷¹ M. Speranzin, *Diritto di sottoscrizione e tutela del socio nella s.r.l.*, 2012, pp. 62 ss.; Consiglio Notarile di Milano, Massima n. 175.

dei soci esclusi dalla sottoscrizione delle nuove quote, in caso di perdite che non erodono completamente il capitale, invece, una pesante diluizione del potere in capo a tali soggetti.

1.12 Quote di categoria e diritto di voto

Un'iniziale questione, che appare controversa in dottrina, concerne l'ammissibilità della creazione di categorie di quote con voto maggiorato o plurimo. Una prima tesi, evidenzia come l'analisi della *ratio* ispiratrice della riforma che ha coinvolto la s.r.l. PMI, ovvero l'apertura della società ad investimenti di soggetti non partecipanti all'attività gestoria, sembrerebbe negare la legittimità di tali categorie di quote, pur non essendo tale limite espressamente previsto *ex lege*, in quanto soluzione contraddittoria rispetto alla *ratio* testé indicata⁷².

Tale tesi non vede però l'adesione di prassi notarili che, per contro, ritengono del tutto legittima la creazione di categorie di quote con voto plurimo o maggiorato⁷³. Tale affermazione sarebbe postulato dell'ampia formulazione dell'art. 26, comma 3, d.l. 179/2012, il quale, legittimando la creazione di categorie di quote che attribuiscono al socio diritti diversi in materia di voto, consente espressamente di derogare al principio di proporzionalità *ex art.* 2479, comma 5, c.c.. A partire da tale considerazioni, parrebbe legittima una modulazione del diritto di voto sulla base dell'appartenenza della quota ad una categoria, che *“può spaziare dalla creazione di categorie di quote che non attribuiscono diritti di voto, a quelle che attribuiscono diritti di voto in misura meno che proporzionale alla partecipazione detenuta”*, nonché, in senso opposto, *“categorie di quote che attribuiscono diritti di voto più che proporzionali alla partecipazione detenuta, fino alla previsione di un diritto di voto plurimo o maggiorato”*. Ad ulteriore conferma, si noti come l'incremento del voto attribuito alle quote di una categoria possa essere

⁷² C. Rinaldo, *La multiformità della s.r.l.*, cit., pp. 1535 ss.

⁷³ Consiglio Notarile di Milano, Massima n. 174, *Categorie di quote a voto ridotto o maggiorato nelle s.r.l. PMI*, 2018; M. Speranzin, *Partecipazioni senza diritto di voto nella s.r.l.*, in *La struttura finanziaria e i bilanci delle società di capitali. Studi in onore di Giovanni E. Colombo*, 2010, pp. 211 ss.

anche indiretta conseguenza della limitazione del voto di una diversa categoria, ipotesi espressamente consentita dallo stesso testo normativo.

Del resto, lo stesso Consiglio notarile di Milano, nella massima 138, si era già pronunciato a favore della derogabilità del principio di proporzionalità, affermando la legittimità della previsione statutaria del voto non proporzionale, “*sia quale particolare diritto attribuito a taluni soci, ai sensi dell’art. 2468, comma 3, c.c., sia quale previsione astratta applicabile a tutti i soci*”. Coerentemente con tali conclusioni, non potrebbe negarsi la possibilità, per le s.r.l. PMI, di prevedere una maggiorazione del voto attribuita non già come un diritto particolare ai sensi dell’art. 2468, comma 3, c.c., bensì come diritto diverso riconducibile ad una categoria di quote.

Peraltro, l’ammissibilità di tale strumento, in realtà, potrebbe non dirsi in contrasto con la *ratio* sottesa alla riforma del 2017, in quanto, assunto che la finalità primaria che ha guidato il legislatore sia quella di consentire alla s.r.l. PMI l’accesso a una maggiore platea di investitori, non si può certo escludere che alcuni di tali soggetti (in particolare, gli investitori professionali o i fondi di *private equity*) possano essere fortemente interessati all’esercizio delle prerogative amministrative.

Convincente è poi la considerazione inerente alla possibilità per l’atto costitutivo della società a responsabilità limitata di prevedere un potenziamento del diritto di voto anche mediante l’assegnazione di diritti particolari ai soci, ai sensi dell’art. 2468, comma 3, c.c.. Tale disposizione consente, infatti, il conferimento non solo di prerogative gestorie, ma anche di tutti quei diritti amministrativi che consentono al socio di partecipare attivamente alle scelte della società. Poniamo, a titolo esemplificativo, il caso dell’assegnazione di un voto maggiorato quanto alla nomina degli amministratori: è qui evidente una deroga alla proporzionalità del diritto di voto, essendovi una limitazione (o finanche esclusione) di tale prerogativa quanto agli altri soci.

Non si dovrebbe, dunque, escludere, come già osservato in precedenza, che tale risultato possa essere raggiunto anche mediante la creazione di una categoria di quote con voto depotenziato

(o, eventualmente, con eliminazione di tale diritto), che avrebbe come effetto la maggiorazione dei diritti di *voce* attribuiti ad altra categoria⁷⁴.

Infine, risolutiva è l'analisi del d.l. 24 giugno 2014, n. 91, il quale ha modificato il contenuto dell'art. 2351 c.c., legittimando le s.p.a. alla creazione di *“azioni con diritto di voto plurimo anche per particolari argomenti o subordinato al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative”*⁷⁵. Vi è stato dunque un esplicito riconoscimento della natura dispositiva del principio della proporzionalità del diritto di voto per le società per azioni e, a maggior ragione considerando l'ampissima autonomia statutaria normalmente riconosciuta alla società a responsabilità limitata, parrebbe arbitrario escludere l'operatività di tale regola per le s.r.l. PMI. In definitiva, deve considerarsi legittima anche la creazione di categorie di quote con voto potenziato e, pertanto, non proporzionale alla partecipazione detenuta.

In aggiunta, ci si interroga sulla necessità di applicare anche alle s.r.l. PMI il limite stabilito dall'art. 2351, comma 4, c.c., il quale stabilisce che *“ciascuna azione a voto plurimo può avere fino a un massimo di tre voti”*.

In primo luogo, si noti come l'art. 26, comma 3, d.l. 179/2012, non faccia espresso riferimento al limite di cui sopra; tale scelta potrebbe essere intesa come manifestazione della volontà del legislatore di escludere tale limite, valorizzando ulteriormente l'autonomia statutaria che connota la s.r.l. PMI.

La massima 178 del Consiglio Notarile di Milano, evidenzia come tale scelta appaia coerente non solo con il *“superamento del principio di rigida correlazione tra rischio di perdere il valore della propria partecipazione e potere di incidere sulle scelte dell'impresa”*, ma altresì con il carattere più incisivo delle prerogative riconosciute al singolo socio di s.r.l., rispetto a quelle in capo all'azionista.

⁷⁴ M. C. Di Martino, *Tipico e transtipico delle categorie speciali di quote delle s.r.l. PMI*, cit., p. 1518.

⁷⁵ Occorre, tuttavia, rilevare come l'art. 26, d.l. 179/2012, sia in realtà stato formulato in un momento in cui nel sistema delle società azionarie non era ancora stata prevista la liceità di clausole che introducono un voto plurimo o maggiorato, oggi regolate invece dagli artt. 2351 comma 4 c.c. e 127 *quinquies e sexies* t.u.f..

Inoltre, secondo la stessa massima, l'estensione dei limiti dettati in materia di s.p.a. è da considerarsi dovuta meramente ove questi ultimi siano posti a presidio di interessi indisponibili ai soci, quali la tutela del capitale sociale, dei terzi o dei creditori (si pensi all'applicazione analogica dei limiti di cui all'art. 2357 c.c.).

Per contro, il limite dei tre voti, essendo attinente al peso decisionale riconosciuto al titolare di quote e, dunque, ad un interesse nella disponibilità dei soci, non dovrebbe ritenersi applicabile alla s.r.l. PMI.

Ferma la rilevanza delle questioni fin qui analizzate, deve però evidenziarsi come la primaria finalità perseguita dal legislatore nel 2017 sia quella di consentire alle s.r.l. PMI l'apertura al mercato del capitale di rischio, incentivando la modulazione di un assetto proprietario connotato dalla presenza di "soci-investitori" che rimangono estranei alla gestione societaria. Riprendendo, infatti, quanto previamente affermato in riferimento alla c.d. s.r.l. PMI "aperta", è necessario rammentare come la condizione prodromica all'"apertura" sia l'introduzione di una struttura proprietaria para-azionaria, contraddistinta dunque dall'esistenza di soci finanziatori *lato sensu* definibili come inattivi⁷⁶. Al fine di raggiungere il predetto obiettivo, alla s.r.l. PMI è, quindi, riconosciuta la possibilità di emettere quote connotate da una limitazione o da una totale eliminazione dei diritti di *voice*.

Si noti, pertanto, come in questo caso ben potrebbe evidenziarsi un'incompatibilità di norme previste dall'ordinario statuto codicistico della s.r.l., e fondate sulla centrale rilevanza del socio, con i conseguenti interrogativi che ne derivano in termini di individuazione delle disposizioni concretamente applicabili.

Rimane da rilevare se la novella del 2017 (v. art. 26, d.l. 179/2012) abbia effettivamente ampliato l'autonomia statutaria delle s.r.l. PMI rispetto alla "ordinaria" s.r.l. disciplina dal codice civile, o se invece la legittimità di quote prive del diritto di voto sia valevole anche per quest'ultima. La questione è tutt'altro che irrilevante e priva di implicazioni: ove, infatti, si escludesse il possibile ricorso a tale strumento per quanto attiene alla "grande" s.r.l., l'eventuale obiettivo di quest'ultima di aprire l'assetto partecipativo a soci-investitori non potrebbe che

⁷⁶ C. Rinaldo, *La multiformità della s.r.l.*, cit., p. 1537.

postulare, per la sua realizzazione, una necessaria trasformazione in società azionaria (con conseguente applicabilità dell'art. 2351, comma 2, c.c.).

Già nella vigenza della disciplina codicistica ante-2003, la dottrina pressoché unanime escludeva la legittimità dell'emissione di quote prive del diritto di voto o con limitazione dello stesso⁷⁷; tale tesi era rimasta ferma anche in seguito alla riforma delle società, sulla base di una serie di argomentazioni che andremo ora a sviscerare.

Anzitutto, la tesi negativa conferisce particolare rilievo agli articoli: (i) 2479, comma 5, c.c., il quale afferma che “*ogni socio ha diritto di partecipare alle decisioni previste dal presente articolo e il suo voto vale in misura proporzionale alla sua partecipazione*”; e (ii) 2468, comma 3, c.c., che, tra i diritti particolari attribuibili in modo non proporzionale alla partecipazione, non menziona il voto⁷⁸.

In secondo luogo, vengono addotte considerazioni sistematiche e inerenti ai tratti tipologici della società a responsabilità limitata, la quale vede come principio cardine la rilevanza centrale del socio quanto all'attività gestoria; principio che sembrerebbe richiedere, in via necessaria, l'attribuzione del diritto di voto. In aggiunta, si rilevi come l'impianto codicistico previsto per la s.r.l. sia privo di una disposizione come quella di cui all'art. 2351, comma 2, c.c., prevista invece per le s.p.a., e che consente allo statuto la creazione di azioni con limitazione del voto; mentre per contro, secondo parte della dottrina, sarebbe invece decisiva nell'evidenziare una necessaria partecipazione del socio alle decisioni, per quanto attiene alla s.r.l., la norma di cui all'art. 2247 c.c.⁷⁹.

Attraverso una più approfondita analisi, tuttavia, la tesi appena esposta sembra superabile, in quanto dalla disciplina della società a responsabilità limitata emergono elementi contrari alla necessaria rilevanza centrale del singolo socio, o che quantomeno ammettono una contrazione

⁷⁷ G. Zanarone, *Società a responsabilità limitata*, in *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, diretto da F. Galgano, 1985, pp. 87 ss.

⁷⁸ G. Palmieri, *Principio di proporzionalità, diritti particolari dei soci e autonomia statutaria nella s.r.l.*, cit., p. 902.

⁷⁹ G. Zanarone, *Il ruolo del tipo societario dopo la riforma*, in *Il nuovo diritto societario*. Liber amicorum G.F. Campobasso, a cura di P. Abbadessa-G.B. Portale, Torino, 2006, p. 83 ss.

dello stesso principio⁸⁰. In primo luogo, la stessa riforma del 2003 ha sensibilmente rafforzato il principio di maggioranza, e ciò attraverso l'introduzione: (i) dell'art. 2479 bis, comma 3, c.c., in sostituzione dell'art. 2468, il quale richiedeva il quorum deliberativo di due terzi del capitale sociale; (ii) del voto favorevole della maggioranza del capitale sociale anche per le modifiche dell'atto costitutivo, previsione che rafforza ulteriormente la qualificazione della s.r.l. come società a struttura tendenzialmente capitalistica.

Proseguendo, non risulta persuasiva la supposta inderogabilità del principio di cui all'art. 2479, comma 5, c.c.⁸¹, in quanto si rinviene come la legge, a dire il vero, consenta una graduazione dei diritti in modo non proporzionale alla partecipazione, attraverso l'assegnazione di diritti particolari ai sensi del comma 3 dell'art. 2468 c.c., nonché al conferimento (comma 2 dello stesso articolo).

Neppure può dirsi convincente l'argomento fondato sull'art. 2247 c.c., e ciò in ragione del fatto che pare certamente preferibile l'orientamento che sostiene come, in tale disposizione, sia in realtà rinvenibile, più che una necessaria partecipazione alle decisioni, un'obbligatoria compartecipazione al rischio e ai risultati economici dell'attività⁸².

Quanto all'art. 2351, comma 2, c.c., si evidenzia come tale norma sia applicabile anche alle s.p.a. "chiuse"; ne consegue, dunque, una piena compatibilità dell'ablazione del diritto di voto con una società la cui struttura partecipativa è essenzialmente personalistica⁸³. Ed anzi, la funzione delle quote prive del diritto di voto è pienamente, se non anche maggiormente,

⁸⁰ M. Speranzin, *S.r.l. piccole-medie imprese tra autonomia statutaria e ibridazione dei tipi (con particolare riferimento alle partecipazioni prive del diritto di voto)*, cit., pp. 346 ss.

⁸¹ "Ogni socio ha diritto di partecipare alle decisioni previste dal presente articolo ed il suo voto vale in misura proporzionale alla sua partecipazione"

⁸² M. Cian, *La nozione di società e i principi generali*, in *Diritto commerciale, III, Diritto delle società*, a cura di M. Cian, Torino, 2020, p. 31.

⁸³ A. Pomelli, *Rischio d'impresa e potere di voto nelle società per azioni: principio di proporzionalità e categorie azionarie*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 2008, I, p. 545.

apprezzabile in società connotate da una compagine sociale ristretta o familiare⁸⁴, in quanto la creazione delle stesse permette alla società di accedere a risorse finanziarie ulteriori senza destabilizzare, anche solo a livello potenziale, l'equilibrio partecipativo e decisionale. In ragione di tali considerazioni, risulterebbe piuttosto arbitrario circoscrivere l'escludibilità del diritto di voto meramente alle società per azioni.

Dunque, sebbene la tesi non sia pacifica in dottrina, il carattere disponibile del diritto di voto del socio parrebbe essere un connotato di tutte le società a responsabilità limitata, indipendentemente da qualsivoglia requisito dimensionale, e non costituirebbe, pertanto, elemento idoneo a giustificare una rilevante asimmetria fra s.r.l. "grande" e PMI. La divergenza fra tali due "modelli" di società sarebbe, invece, riscontrabile in relazione alla possibile creazione di quote di categoria prive del diritto di voto; facoltà, conferita meramente alla s.r.l. le cui condizioni rispondono ai parametri dimensionali già citati.

1.13 Limiti alla creazione di categorie di quote prive del diritto di voto

Ferme le considerazioni avanzate in merito agli elementi di asimmetria che connotano da una parte le partecipazioni "ordinarie", assoggettate ai principi di unitarietà e di assegnazione *ad personam* dei diritti particolari, e dall'altra le quote di categoria, occorre valutare l'esistenza di limiti alla creazione di categorie di quote prive del diritto di voto. In particolare, preme dare risalto a talune teorie dottrinali, che palesano l'esigenza di individuare argini all'autonomia statutaria riconosciuta alla s.r.l. PMI, anche eventualmente mediante il richiamo a norme previste per la s.p.a..

Anzitutto, si pongono due fondamentali quesiti: (i) il primo attinente all'ammissibilità dell'emissione in via esclusiva di quote standardizzate; (ii) il secondo relativo alla possibilità di costituire, sotto il profilo dei diritti, un assetto proprietario del tutto identico a quello azionario, con esclusione *in toto* delle quote ordinarie attribuenti i diritti normalmente in capo al socio di s.r.l..

⁸⁴ M. Speranzin, *S.r.l. piccole-medie imprese tra autonomia statutaria e ibridazione dei tipi (con particolare riferimento alle partecipazioni prive del diritto di voto)*, cit., pp. 341 ss.

Quanto al primo interrogativo, non si rilevano impedimenti quanto alla conformazione di tutte le partecipazioni come subordinate ad una regola di standardizzazione oggettiva. Tale scelta avrebbe come conseguenza il completo superamento del principio di unitarietà.

Il secondo quesito, che merita maggiore prudenza, interroga l'interprete circa la possibilità di conformare la struttura partecipativa come costituita meramente da categorie speciali di quote, o se, al contrario, tale formula para-azionaria possa dirsi legittima solo in presenza di quote ordinarie.

È evidente come il tema sia collegato all'individuazione dei limiti alla possibile contrazione o soppressione dei diritti tipicamente assegnati al socio di s.r.l.: riconoscere che il capitale sociale possa essere interamente rappresentato da categorie speciali di quote implica una evidente eliminazione della figura del socio ordinario, con conseguente ablazione delle prerogative assegnategli dal codice civile. Al riguardo, la dottrina⁸⁵ sembra rigettare l'ipotesi di tale integrale conformazione del capitale sociale, affermando invece come le formule para-azionarie possano solamente convivere con quote ordinarie individuali.

Un primo argomento a favore di tale tesi è dato dall'art. 100 *ter*, comma 2, t.u.f., il quale affida alla Consob il compito di tutelare gli investitori *retail* nell'ipotesi di cessione a terzi del controllo della società entro tre anni. La norma si configura certamente come relativa al diritto dei mercati, più che al diritto societario, ma ciò nonostante evidenzia un particolare rapporto fiduciario, che non può prescindere dalla preesistenza di soci ordinari di controllo cui è affidata la gestione della società.

Convincente è poi la considerazione, attenta a salvaguardare i tratti distintivi dei diversi tipi societari, che evidenzia come non appaia ragionevole consentire ad una s.r.l. di dotarsi di un assetto proprietario esattamente sovrapponibile a quello della s.p.a.. Pur, dunque, nella consapevolezza dei potenziali elementi di simmetria intercorrenti fra s.r.l. PMI e società

⁸⁵ tra gli altri: M. Cian, *S.r.l. PMI, s.p.a., s.r.l.: schemi argomentativi per una ricostruzione del sistema*, cit., p. 841; D. U. Santosuosso, *Introduzione alla riforma delle società a responsabilità limitata PMI e qualificazione tipologica della società a responsabilità limitata*, cit., p. 498; M. C., Di Martino, *Tipico e transtipico delle categorie speciali di quote delle s.r.l. PMI*, cit., p. 1505; C. Rinaldo, *La multiformità della s.r.l.*, cit., p. 1534.

azionaria, non possono certo considerarsi privi di ogni portata i tratti tipologici e, in particolare, l'immanenza del socio nell'ambito della gestione della società a responsabilità limitata. Tale immanenza costituisce, in altri termini, un elemento determinante comune al tipo s.r.l. e, dovendosi escludere la creazione di un nuovo tipo societario come risultato della riforma del 2017, non può che riconoscersi la sua rilevanza, seppur in via ridotta, anche per la s.r.l. PMI dotata di struttura para-azionaria.

Non appare condivisibile la tesi opposta, favorevole dunque all'ammissibilità dell'integrale ripartizione del capitale speciale in categorie di quote speciali, la quale si fonda sulla supposta legittima scelta di conferire uno stesso diritto particolare *ex art. 2468 comma 3 c.c.* alla compagine societaria nella sua interezza⁸⁶. Si ponga il caso di un clausola statutaria che attribuisca a tutti i soci la percezione di una quota di utili indipendentemente dalla delibera di distribuzione degli stessi. In questo caso, in realtà, il dubbio attiene non tanto alla legittimità di tali clausole, quanto invece all'inquadramento di tali poteri come diritti particolari *ex art. 2468 c.c.*, essendo infatti tale prerogativa riconosciuta alla collettività e non invece al singolo socio. In ogni caso, tale argomento non sembra comunque risolutivo quanto alla possibile integrale conformazione del capitale sociale in categorie speciali di quote. Mentre la clausola sopra evidenziata riconosce una posizione di favore, un *quid pluris*, rispetto alle ordinarie prerogative del socio, la formazione di categorie speciali di quote può potenzialmente comportare la soppressione di diritti (fra cui, come vedremo, il diritto di voto) tali da dare adito alla completa elisione della rilevanza personalistica che connota il socio di s.r.l..

Per concludere quanto a tale questione, la scelta del legislatore del 2003 di accentuare il carattere personalistico della partecipazione e, altresì, la rilevanza in ambito gestorio del socio nella società a responsabilità limitata, sembrano negare la legittimità dell'esclusione in *toto* di quote ordinarie; pertanto, almeno uno dei membri della compagine sociale dovrebbe configurarsi come "socio-imprenditore".

Proseguendo con l'analisi dei suddetti limiti, sorge spontaneo l'interrogativo inerente alla possibilità di rinvenire un limite quantitativo all'emissione di quote categorizzate e prive del diritto di voto, così come previsto per le società azionarie ai sensi dell'art. 2351, comma 2, c.c.,

⁸⁶ M. C. Di Martino, *Tipico e transtipico delle categorie speciali di quote delle s.r.l. PMI*, cit., pp. 1506.

il quale dispone che il valore delle azioni prive del diritto di voto (o con diritto di voto limitato a particolari argomenti o subordinato al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative) “*non può complessivamente superare la metà del capitale sociale*”. Invero, l’art. 26, comma 3, d.l. 179/2012, non fissa alcun limite in tal senso; per tale ragione, è dubbia l’esigenza, anche in questo tipo societario, di garantire l’equilibrio tra rischio e potere attraverso una soglia valoriale o percentuale massima applicabile a tali quote di categoria.

Al fine di rispondere al quesito di cui sopra, si rende necessario identificare la *ratio* sottesa all’art. 2351 c.c., ovvero la finalità di assicurare che la gestione e il governo della società spettino solo a chi sia titolare di una frazione significativa e rilevante di capitale sociale, garantendo in tal modo un determinato grado di equilibrio tra proprietà a controllo⁸⁷.

Si può, dunque, anzitutto escludere l’applicazione analogica di tale norma al caso di partecipazioni in s.r.l., nei casi in cui l’esclusione del diritto di voto sia prevista dall’atto costitutivo *ad personam*. Dalla disciplina della società a responsabilità limitata, e segnatamente dalla possibilità di assegnare diritti particolari *ad personam* (in particolare, prerogative gestorie) indipendentemente dal valore della quota, emerge, infatti, chiaramente il carattere derogabile della proporzionalità tra rischio e potere⁸⁸.

Più complesso è, invece, il caso relativo alle s.r.l. PMI. In particolare, nel caso di apertura al mercato e di categorizzazione delle quote prive del diritto di voto, sorgono delle simmetrie con la società azionaria, tali da indurre numerosi interpreti a considerare l’art. 2351, comma 2, c.c., applicabile in via analogica⁸⁹.

⁸⁷ M. C. Di Martino, *Tipico e transtipico delle categorie speciali di quote delle s.r.l. PMI*, cit., pp. 1519 ss.

⁸⁸ M. Speranzin, *S.r.l. piccole-medie imprese tra autonomia statutaria e ibridazione dei tipi (con particolare riferimento alle partecipazioni prive del diritto di voto)*, cit., p. 356; v. anche Consiglio Notarile di Milano, Massima n. 138.

⁸⁹ P. Benazzo, *Categorie di quote, diritti di voto e governance della “nuovissima” s.r.l.*, cit., p. 656; M. Speranzin, *S.r.l. piccole-medie imprese tra autonomia statutaria e ibridazione dei tipi (con particolare riferimento alle partecipazioni prive del diritto di voto)*, cit., p. 356; M. C. Di Martino, *Tipico e transtipico delle categorie speciali di quote delle s.r.l. PMI*, cit., pp. 1521 ss.

Non mancano tesi contrarie a tale soluzione⁹⁰, fondate essenzialmente su due rilievi, quali: (i) le dimensioni della PMI, le quali giustificherebbero la mancata estensione di tali limiti che trovano fondamento nella diffusione delle partecipazioni; (ii) l'autonomia statutaria conferita alla s.r.l., segnatamente in relazione alla possibilità di derogare ampiamente all'equilibrio fra rischio e potere attraverso il meccanismo di cui all'art. 2468, comma 3, c.c.. Tuttavia, tali argomenti tradiscono, in primo luogo, un'incoerenza di fondo, che consiste nell'evidenziare il carattere personalistico delle "ordinarie" partecipazioni delle s.r.l. in casi di categorizzazione e standardizzazione delle quote. In secondo luogo, altro elemento trascurato dalla tesi negativa è la considerazione che l'art. 2351, comma 2, c.c., è posto non solo a tutela dei soci ordinari, quanto invece altresì a presidio del corretto funzionamento del mercato dei capitali e, più in generale, della buona gestione societaria. Ad ulteriore riprova, l'applicazione analogica di tale norma alle s.r.l. PMI risulta conforme alla Massima n. 174/2018 del Consiglio Notarile di Milano, che ammette l'estensione di regole dettate in materia di s.p.a. *"solo nei casi in cui siano esse siano dettate a presidio del capitale sociale, a tutela dei terzi e dei creditori, di interessi insomma che trascendano quelli dei soci"*.

Attestata, dunque, l'assenza di ragioni tali da giustificare un rigetto *ex ante* della possibile applicazione dei limiti *ex art.* 2351, comma 2, c.c. alla s.r.l. PMI, occorre indagare le condizioni necessarie affinché vi sia una simmetria con la società azionaria, tale da legittimare l'effettiva applicazione di tale regola.

Sembra preferibile una soluzione diversificata a seconda che la società sia chiusa o faccia ricorso al mercato del capitale di rischio⁹¹: solo in caso di apertura della s.r.l. PMI emergerebbero non solo affinità con la struttura finanziaria delle società azionarie, ma altresì

⁹⁰ V. in particolare: M. Cian, *Le start-up innovative a responsabilità limitata: partecipazioni, altri rapporti partecipativi e nuovi confini del tipo*, in *Le nuove leggi civili commentate*, 2014, n. 6, pp. 1188 ss e *S.r.l. PMI, s.p.a., s.r.l.: schemi argomentativi per una ricostruzione del sistema*, cit., p. 855.

⁹¹ M. C. Di Martino, *Tipico e transtipico delle categorie speciali di quote delle s.r.l. PMI*, cit., p. 1521.

maggiori esigenze di corretto funzionamento del mercato e di buona gestione societaria, che renderebbero preferibile l'applicazione dei limiti sopra esposti⁹².

Si osservi, infatti, come se è vero che da un lato si assiste ad un tendenziale superamento della correlazione tra rischio a potere anche con riferimento alla s.p.a., non si può ignorare che la possibile combinazione tra quote a voto plurimo e quote prive del diritto di voto può incidere sensibilmente sul potere decisionale del socio in assemblea. Di conseguenza, se per le s.p.a. si rinviene l'esigenza di introdurre il limite in esame, al fine di assicurare una minima conservazione della proporzione tra capitale investito e voti esercitabili, nonché di presidiare la buona gestione societaria, risulterebbe irragionevole negare tale istanza di tutela con riferimento alle s.r.l. PMI che accedono al mercato dei capitali.

Restando nell'ambito dell'art. 2351 c.c., sorge spontaneo chiedersi se vi debba essere, in caso di quote senza voto, il riconoscimento di un privilegio patrimoniale.

Una prima tesi, partendo dall'assunto di un'estensione generale dell'applicabilità delle regole a presidio del mercato alle s.r.l. PMI, risponde positivamente al quesito⁹³. Tuttavia, come già in precedenza affermato, si dovrebbe evitare una generalizzata applicazione analogica *sic et simpliciter* delle regole previste per le società azionarie, al fine di precludere una completa elisione dei tratti distintivi tipologici tra le diverse società di capitali. A mio avviso, dunque, la risposta deve ritenersi negativa, in ragione dei seguenti argomenti: (i) l'art. 2351 c.c. non prevede più l'obbligatorietà di un vantaggio patrimoniale per le azioni prive di voto; (ii) già in passato si era condivisa la tesi che tale privilegio patrimoniale non fosse un principio del diritto societario, ma fosse invece una disposizione di diritto dei mercati finanziari, la cui *ratio* sottesa era quella di aumentare l'attrattiva delle azioni per gli investitori; (iii) appare piuttosto

⁹² Si segnala che recentemente l'Agenzia delle Entrate, con Risposta n. 262/2022, non ha sollevato alcun dubbio quanto alla possibilità di prevedere la creazione di quote prive del diritto di voto per un valore superiore al 50% del capitale sociale. Tuttavia, dalla ricostruzione della fattispecie concreta sembra trattarsi di una s.r.l. PMI "chiusa".

⁹³ V., in tal senso, P. Benazzo, *Categorie di quote, diritti di voto e governance della "nuovissima" s.r.l.*, cit., p. 658.

arbitrario e complesso ricavare tale obbligo dalla disciplina prevista in materia di azioni di risparmio.

Per concludere quanto a tale punto, si esclude un'obbligatorietà quanto al riconoscimento di vantaggi patrimoniali al quotista senza diritto di voto, ma vi è la possibilità di assegnare tali privilegi, in via facoltativa, mediante previsione statutaria⁹⁴.

1.14 Schema riassuntivo Capitolo 1

Di seguito, si propone uno schema riassuntivo delle principali regole applicabili alla s.r.l. PMI "aperta".

- Possibile creazione di quote standardizzate quantitativamente e qualitativamente, con superamento del principio di unitarietà della partecipazione;
- Possibile creazione di quote dotate di diritti diversi;
- Ove l'emissione di nuove quote comporti una modifica dei diritti particolari assegnati *ad personam* ad altri soci, si rinviene una modifica indiretta, con conseguente riconoscimento del diritto di recesso ai soci che vedono pregiudicati i loro diritti particolari.
- Ove l'emissione di nuove quote comporti una lesione dei diritti diversi assegnati alla quote di categoria, in luogo della regola di cui all'art. 2468, comma 4, c.c., trova applicazione analogica l'art. 2376 c.c., il quale prevede l'approvazione dell'assemblea speciale dei soci appartenenti alla categoria.
- In caso delibere che producono una modifica diretta dei diritti diversi assegnati alle quote di categoria, trova applicazione analogica il meccanismo di cui all'art. 2376 c.c.. La decisione dell'assemblea speciale è informata alle regole previste in materia di assemblea straordinaria, salva la possibilità dello statuto di introdurre maggioranze rafforzate, o finanche di richiedere il consenso unanime dei soci appartenenti alla categoria.

⁹⁴ M. Speranzin, *S.r.l. piccole-medie imprese tra autonomia statutaria e ibridazione dei tipi (con particolare riferimento alle partecipazioni prive del diritto di voto)*, cit., pp 356.

- In ragione dell'attribuzione di prerogative in via del tutto indipendente dall'identità del socio, il trasferimento di quote di categoria comporta, di norma, il passaggio dei diritti diversi all'acquirente. Resta ferma la possibilità di una diversa previsione statutaria che disponga, in caso di trasferimento delle quote: (i) l'automatica conversione in quote appartenenti ad altra categoria; (ii) la conversione in quote non dotate di diritti diversi.
- Possibile creazione di quote di categoria prive del diritto di voto. Deve permanere almeno un "socio-imprenditore". Le quote prive del diritto di voto non possono superare il 50% del capitale sociale (applicazione analogica dell'art. 2351, comma 2, c.c.);
- Possibile creazione di quote a voto maggiorato. Non trova applicazione il limite dei tre voti di cui all'art. 2351, comma 4, c.c..
- Possibile offerta al pubblico delle quote, anche mediante i portali di *crowdfunding*;

2. Capitolo 2 - Tutela del "socio-investitore"

2.1 Diritti in capo al socio investitore

Discussi i limiti cui è vincolata l'autonomia statutaria della s.r.l. PMI quanto alla creazione di quote di categoria prive del diritto di voto, è ora possibile procedere ad un'analisi della posizione del "socio-investitore", tema centrale del presente elaborato, con particolare riferimento ai poteri che permangono in capo allo stesso. Dato conto della possibile conformazione dell'assetto proprietario della s.r.l. PMI aperta, non si può certo trascurare l'esigenza di individuare una tutela di tale socio, la cui posizione è potenzialmente connotata da una forte limitazione dei diritti di *voice*.

Ribadiamo come la possibile cd. "ibridazione" e, dunque, l'eventuale richiamo alla disciplina delle società azionarie, sia giustificabile non sul presupposto di una mera categorizzazione delle quote, quanto invece sulla base di una conformazione delle quote stesse tale da eliminare o limitare sensibilmente i diritti di *voice* (e, come si dirà in seguito, di controllo) del socio. In altri termini, ciò che rileva è l'adozione in via statutaria di una struttura proprietaria effettivamente para-azionaria.

Un primo fondamentale quesito attiene al diritto di sottoscrizione del "socio-investitore" in caso di delibera di aumento del capitale sociale a titolo oneroso. In particolare, ci si chiede se,

in caso di emissione di nuove quote di categoria, spetti ai soli soci titolari delle quote appartenenti a tale categoria il diritto di sottoscrizione. Dunque, a titolo esemplificativo, se così fosse, la delibera di emissione di nuove quote prive del diritto di voto avrebbe come immediato corollario un diritto di sottoscrizione riconoscibile esclusivamente in capo ai c.d. soci-investitori.

Sul punto è intervenuto il Comitato Interregionale dei Consigli Notarili delle Tre Venezie, il quale, con massima n. I.N.5, ha affermato che *“in assenza di una specifica disposizione statutaria sul punto, non ricorre alcun obbligo di offrire in sottoscrizione a ciascun socio nuove quote della medesima categoria di quelle già in suo possesso”*. In altri termini, secondo tale interpretazione, il diritto di sottoscrizione spetterà ad ogni socio, proporzionalmente al totale delle quote di cui è titolare e indipendentemente dalla categorie cui appartengono.

E ancora, nell’evenienza in cui le quote di nuova emissione facciano riferimento a categorie diverse, la prassi notarile evidenzia come il diritto di sottoscrizione dovrebbe essere riconosciuto a ciascun socio su *“ciascuna categoria di quote offerta, in proporzione al totale delle sue quote di partecipazione, prescindendo dalla categoria o categorie cui queste ultime appartengono”*⁹⁵.

Potrebbe, tuttavia, porsi un dubbio quanto all’applicabilità di tale massima, in quanto vi sarebbe un rischio di alterazione del rapporto fra i soci e i loro poteri. In particolare, ipotizziamo il caso in cui al socio “socio-investitore” venisse riconosciuto il diritto di sottoscrivere quote di nuova emissione, dotate del diritto di voto: l’assunzione di tale prerogativa comporterebbe un’alterazione del rapporto fra i soci, in palese contrasto l’iniziale volontà dei “soci-imprenditori” di aprire la compagine sociale a soggetti disinteressati alla gestione societaria.

In presenza di un quadro evidentemente incerto, pertanto, potrebbe essere risolutivo un intervento statutario volto a prevedere che la società sia tenuta, in sede di aumento di capitale, ad offrire in sottoscrizione a ciascun socio partecipazioni della stessa categoria di quelle di cui è già titolare, ovvero, in alternativa, che il socio si veda riconoscere tale diritto solo nel caso in cui la nuova emissione abbia ad oggetto quote della medesima categoria di quelle detenute.

⁹⁵ Comitato Interregionale dei Consigli Notarili delle Tre Venezie, Massima n. I.N.5 – *Diritto di prelazione negli aumenti di capitale di s.r.l. PMI in presenza di categorie di quote.*

Ove, tuttavia, si ritenesse che di *default* il diritto di sottoscrizione del socio abbia ad oggetto tutte le nuove quote emesse (indipendentemente dalla categoria di riferimento), le clausole tese a circoscrivere tale diritto alle sole partecipazioni appartenenti ad una particolare categoria comporterebbero una limitazione di tale facoltà, idonea ad integrare il diritto di recesso di cui all'art. 2481 bis, comma 1, c.c.⁹⁶.

Altra rilevante questione, discussa in dottrina, attiene alla possibilità per il quotista privo dei diritti di *voice* di esercitare il voto in relazione alle modifiche statutarie o, comunque, a decisioni che incidono in modo primario sulla società. In altri termini, ci si interroga sulla possibilità che l'esclusione del diritto di voto abbia effetto anche quanto alle delibere modificative dell'atto costitutivo⁹⁷.

Una prima tesi propende per l'inderogabilità della proporzionalità del voto in assemblea, ove riunita per deliberare tale modifica, e ciò in ordine all'esigenza di tutelare la posizione del singolo socio dai rilevanti effetti conseguenti alla stessa. Esigenza che emergerebbe dall'espressione letterale utilizzata dall'art. 2479, comma 2, c.c., il quale rimette “*in ogni caso*” determinate decisioni, fra cui la modifica dell'atto costitutivo, alla competenza dei soci, e che sembrerebbe essere suffragata da quella parte di dottrina secondo la quale l'ablazione del diritto di voto dovrebbe limitarsi alle sole materie potenzialmente oggetto di diritti particolari assegnati ai soci⁹⁸.

Tale soluzione ermeneutica sembra però criticabile e superabile.

Anzitutto, appare indispensabile ancora una volta sottolineare la distinzione tra diversificazione *ad personam* dei diritti attribuiti ai soci, e categorizzazione di quote speciali

⁹⁶ “ [...] L'atto costitutivo può prevedere, salvo per il caso di cui all'articolo [2482 ter](#), che l'aumento di capitale possa essere attuato anche mediante offerta di quote di nuova emissione a terzi; in tal caso spetta ai soci che non hanno consentito alla decisione il diritto di recesso a norma dell'articolo 2473.”

⁹⁷ La questione è ampiamente dibattuta anche in relazione all'ordinamento tedesco. Per i riferimenti, v. M. Speranzin, *S.r.l. piccole-medie imprese tra autonomia statutaria e ibridazione dei tipi (con particolare riferimento alle partecipazioni prive del diritto di voto)*, cit., pp. 357 ss.

⁹⁸ V., in tal senso: R. Santagata, *art 2468*, in *S.r.l., commentario dedicato a G.B. Portale*, Milano, 2011, p. 295; G.P. La Sala, *art 2479*, in *S.r.l., commentario dedicato a G.B. Portale*, Milano, 2011, p. 802.

e, in questo caso, prive del diritto di voto. Ciò che preme evidenziare è come lo statuto codicistico della s.r.l. subordini anche le modifiche dell'atto costitutivo al principio maggioritario, il che sembrerebbe escludere una lettura dell'art. 2479 c.c. tesa a rendere obbligatorio l'esercizio del voto da parte di ciascun socio in caso di tali delibere. La norma in questione sarebbe, invero, tesa ad assegnare l'assunzione di decisioni assolutamente rilevanti alla competenza dell'assemblea, in quanto quest'ultima garantirebbe non tanto l'esercizio del diritto di *voice* di ciascun socio, quanto invece il diritto di partecipazione.

Si rileva, infatti, una distinzione fondamentale tra diritto di voto e diritto di partecipazione alla decisione⁹⁹, in quanto solo quest'ultimo sembra doversi ritenere indisponibile nella s.r.l. Si pensi, a titolo esemplificativo, alla partecipazione data in pegno o in usufrutto, circostanza nella quale in capo al socio permane il diritto di partecipazione, sebbene il voto spetti all'usufruttario o al creditore pignoratizio¹⁰⁰.

Alla luce di tale distinzione, l'art. 2479 c.c. sembra senz'altro finalizzato a garantire che vi sia esercizio del diritto di intervento del socio e non invece del diritto di voto, il quale risulta quindi rinunciabile anche in relazione alle delibere modificative dell'atto costitutivo, quantomeno ove abbiano ad oggetto diritti sociali disponibili¹⁰¹.

Per quanto attiene alla s.r.l. PMI o, più precisamente, al caso di categorizzazione delle quote prive del diritto di voto, non solo possono estendersi le medesime conclusioni, ma sembra potersi altresì rilevare uno spazio di autonomia ancor più ampio¹⁰². L'art. 26, comma 3, d.l. 179/2012, infatti, consente espressamente di derogare all'art. 2479, comma 5, c.c., il quale prevede che *“ogni socio ha diritto di partecipare alle decisioni previste dal presente articolo”*. La lettera dell'art. 26 lascerebbe, dunque, intendere l'ammissibilità della creazione di quote di

⁹⁹ M. Speranzin, *S.r.l. piccole-medie imprese tra autonomia statutaria e ibridazione dei tipi (con particolare riferimento alle partecipazioni prive del diritto di voto)*, cit., p. 351.

¹⁰⁰ Diversamente, nella s.p.a. il diritto di intervento spetta solo al soggetto legittimato all'esercizio del diritto di voto, ai sensi dell'art. 2370 c.c.

¹⁰¹ M. Speranzin, *Partecipazioni senza diritto di voto nella s.r.l.*, cit., p. 223

¹⁰² M. Speranzin, *Diritto di sottoscrizione e tutela del socio nella s.r.l.*, Torino, 2012, pp. 115 ss.

categoria prive non soltanto del diritto di voto, ma anche del diritto di partecipazione¹⁰³; il che, peraltro, sembra essere perfettamente coerente con la possibile apertura dell'assetto proprietario a soci finanziatori i quali, non essendo dotati di diritti di *voice*, non dovrebbero poter esercitare poteri idonei ad ostacolare la gestione societaria.

Occorre, ora, affrontare un'ulteriore questione particolarmente dibattuta ed attinente alla disciplina applicabile alle decisioni dei soci che risultino pregiudizievoli per i diritti del "socio-investitore", privo del diritto di voto. In realtà, è possibile procedere in modo celere, reiterando le osservazioni già avanzate in precedenza, in relazione all'emissione di quote di categoria dotati di diritti diversi idonee a pregiudicare i diritti particolari attribuiti ad altre categorie di quote.

Anche in questo caso, dunque, l'interprete è posto di fronte alla triplice alternativa: (i) subordinare la delibera al principio unanimistico di cui all'art. 2468, comma 4, c.c.; (ii) applicare il principio maggioritario, con riconoscimento del diritto di recesso ai soci che non abbiano concorso all'approvazione della delibera; (iii) accogliere la tesi maggioritaria in dottrina¹⁰⁴, ovvero l'applicazione analogica dell'art. 2376 c.c..

La soluzione da ultima indicata, seppur appaia perfettamente coerente con la natura collettiva dei diritti assegnati alla categoria, lascia spazio a due questioni irrisolte. In primo luogo, pur essendo la dottrina concorde sulla possibilità di introdurre un meccanismo analogo a quella di cui all'art. 2376 c.c. mediante disposizione dell'atto costitutivo, non vi è unanimità di vedute quanto alla possibilità di qualificare il sistema delle assemblee speciali come regola generale e, dunque, applicabile nel silenzio dell'atto costitutivo. In secondo luogo, anche ove si propendesse per l'ultima soluzione, l'ampia autonomia riconosciuta alla s.r.l. ben potrebbe comportare rilevanti deroghe all'art. 2376 c.c. e, conseguentemente, a presidio dell'interesse

¹⁰³ In tal senso, v.: O. 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*, paper presentato al IX Convegno annuale dell'associazione "Orizzonti del diritto commerciale", Roma 22-23 febbraio 2018, pp. 24 ss.; M. Speranzin, *S.r.l. piccole-medie imprese tra autonomia statutaria e ibridazione dei tipi (con particolare riferimento alle partecipazioni prive del diritto di voto)*, cit., p. 358.

¹⁰⁴ V, fra gli altri: O. Cagnasso, *Profili organizzativi e disciplina applicabile alle s.r.l. PMI*, cit., p. 18; P. Benazzo, *Categorie di quote, diritti di voto e governance della "nuovissima" s.r.l.*, cit., p. 655.

del “socio-investitore” che subisce il pregiudizio non permarrebbe che il diritto di recesso *ex* art. 2473 c.c..

2.2 Impugnazione delle delibere e azione di responsabilità

Proseguendo nell’analisi dei presidi a tutela del “socio-investitore”, nonché dei poteri che permangono in capo a quest’ultimo, preme approfondire la legittimazione all’impugnazione delle delibere assembleari. In particolar modo, ci si chiede se la particolare posizione di tale soggetto, comparabile alla figura dell’azionista privo di diritto di voto, possa comportare l’insorgere di una incompatibilità della disciplina prevista per la società a responsabilità limitata, con conseguente disapplicazione di quest’ultima ed estensione di norme in materia di s.p.a..

È il caso di ricordare le differenze che intercorrono tra la disciplina della s.r.l. e quella della s.p.a.. Nel primo caso, la legittimazione all’impugnazione delle delibere nulle spetta a chiunque ne abbia interesse, mentre in caso di annullabilità ogni socio non consenziente ha tale facoltà, indipendentemente dall’entità della sua partecipazione¹⁰⁵. Nel caso di società azionaria, per contro, la legittimazione ad impugnare le delibere annullabili, ai sensi dell’art. 2377 c.c., spetta ai soli soci: (i) aventi diritto di voto in relazione alla deliberazione; e (ii) che rappresentino, anche congiuntamente, l'uno per mille del capitale sociale nelle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio e il cinque per cento nelle altre¹⁰⁶. Nel caso in cui il socio non risponda a tali requisiti, permane la residuale tutela costituita dal diritto al risarcimento del danno cagionato dalla deliberazione non conforme a legge o statuto (art. 2377, comma 4, c.c.).

Dunque, occorre individuare se alla creazione di quote di categoria prive del diritto di voto consegua la necessità di individuare una deroga alla normale regola applicabile alla s.r.l., quanto alla facoltà di far valere l’annullabilità delle decisioni dei soci.

¹⁰⁵ V. M. Cian, *La s.r.l.: la struttura organizzativa*, cit., p. 738.

¹⁰⁶ V. A. Mirone, *La società per azioni, Il sistema tradizionale: l’assemblea*, in *Diritto commerciale* a cura di M. Cian, III, 2020, p. 455.

Una prima tesi sottolinea come la *ratio* sottesa alle disposizioni in materia di s.p.a., che limitano il novero di legittimati, sia quella di garantire una maggiore stabilità delle delibere assembleari; pertanto, il soggetto privo della prerogativa del voto non potrà esercitare l'azione volta alla declaratoria di annullamento della decisione, ma avrà a disposizione come rimedio la mera azione risarcitoria. Tale *ratio* appare, dunque, analogamente applicabile al caso del socio di s.r.l. privo del diritto di voto; in particolare, parrebbe irragionevole che un socio, che difetti del diritto di *voice* quanto all'assunzione di una determinata decisione, possa poi ritenersi legittimato a rimuovere dal traffico giuridico la stessa¹⁰⁷. In sintesi, si dovrebbe propendere per l'applicazione analogica della disciplina prevista per la società azionaria, come regola di *default* applicabile anche alla s.r.l. in caso di partecipazione privata del diritto di voto.

Peraltro, non sembra poter rilevare, in senso contrario a tale soluzione, il disposto dell'art. 2479, comma 5, c.c., il quale conferisce ad ogni socio il diritto di partecipare alle decisioni. Tale norma viene analizzata, come già osservato, al fine di discernere il diritto di voto dal diritto di intervento e, in aggiunta, di impugnazione. Cionondimeno, rilevata la derogabilità di tale disposizione per le s.r.l. PMI (v. *supra*), la stessa non sembra idonea a fondare l'attribuzione di *default* al socio della legittimazione all'impugnazione in caso di quota priva dei diritti di *voice*¹⁰⁸. Appare, infatti, chiaro come l'attribuzione di tale prerogativa al singolo soggetto, indipendentemente dal valore della partecipazione, sia regola strettamente conseguente alla rilevanza personalistica e centrale del socio di s.r.l., la quale, tuttavia, viene meno attraverso la creazione di quote di categoria prive del diritto di voto.

Una tesi ulteriore¹⁰⁹, a mio avviso preferibile, evidenzia come, in realtà, al fine di rispondere al quesito fin qui trattato, emerga l'esigenza di distinguere fra società chiuse e aperte. Nel primo caso, non essendovi vistose asimmetrie rispetto all'ordinaria conformazione dell'assetto partecipativo della s.r.l. "codicistica", non si dovrebbe propendere per una deroga al normale

¹⁰⁷ V. P. Benazzo, *Categorie di quote, diritti di voto e governance della "nuovissima" s.r.l.*, cit., p. 657, il quale, tuttavia, sostiene che l'eliminazione dei diritti di *voice* del socio abbia come inevitabile corollario la perdita di ogni diritto di convocazione e coinvolgimento nei lavori assembleari.

¹⁰⁸ v. M. Cian, *S.r.l. PMI, s.p.a., s.r.l.: schemi argomentativi per una ricostruzione del sistema*, cit., p. 856.

¹⁰⁹ O. 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*, cit., p. 27.

regime di legittimazione, previsto per la società a responsabilità limitata. In altri termini, il singolo socio sarebbe legittimato all'impugnazione della delibera annullabile, indipendentemente dal valore della sua partecipazione, salvo che sia diversamente previsto dall'atto costitutivo, il quale potrebbe dunque elidere anche tale prerogativa. A ben vedere, tuttavia, potrebbe opporsi a tale tesi l'incongruenza, poco sopra sottolineata, che conseguirebbe dal riconoscimento di tale facoltà ad un socio escluso dalla possibilità di esercitare diritti di *voce* quanto a tale delibera assembleare.

Per contro, nelle s.r.l. PMI aperte, da intendersi per tali quelle che offrono al pubblico quote di categoria prive del diritto di voto, in assenza di una diversa previsione statutaria dovrebbe applicarsi analogicamente l'art. 2377, comma 5, c.c., con conseguente esperibilità della mera azione risarcitoria.

Più agevole appare risolvere la questione inerente all'azione di responsabilità contro gli amministratori. In particolare, in ragione delle peculiarità derivanti dall'apertura al mercato dei capitali della s.r.l. PMI, ci si potrebbe interrogare sulla continuità applicativa dell'art. 2476 c.c., il quale attribuisce la legittimazione a ciascun socio indipendentemente dal valore della sua partecipazione, o, in alternativa, sulla necessità di estendere a tali società l'art. 2393 bis c.c., previsto per le s.p.a. Quest'ultimo prevede che: (i) *“l'azione sociale di responsabilità può essere esercitata anche dai soci che rappresentino almeno un quinto del capitale sociale o la diversa misura prevista nello statuto, comunque non superiore al terzo”*; (ii) *“nelle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, l'azione di cui al comma precedente può essere esercitata dai soci che rappresentino un quarantesimo⁽⁴⁾ del capitale sociale o la minore misura prevista nello statuto”*.

La soluzione al quesito sembra dipendere dalla distinzione tra s.r.l. chiuse e aperte. Nel primo caso, sembra operare l'art. 2476, salvo deroghe dell'atto. Nel secondo, il riconoscimento di un così ampio potere in capo al “socio-investitore” andrebbe a collidere con la *ratio* sottesa all'adozione di una struttura para-azionaria, tesa infatti a precludere pervasivi poteri gestori in capo a tali soggetti. Ne consegue l'inapplicabilità dell'art. 2476 c.c. purché, secondo alcune

interpretazioni, sia presente l'organo sindacale (tema che verrà successivamente approfondito)¹¹⁰.

Si palesa, tuttavia, l'esigenza di ricostruire una tutela minima riservata al "socio-investitore", quanto all'azione di responsabilità, individuando un argine all'autonomia statutaria della s.r.l. PMI, che si attesterebbe, secondo la dottrina, nei limiti di capitale previsti dall'art. 2393 bis c.c.¹¹¹.

Ferma tale considerazione, non sembra essere risolto il dubbio attinente a quali siano i limiti effettivamente applicabili. In particolare, quelli di cui al primo comma (*"almeno un quinto del capitale sociale o la diversa misura prevista nello statuto, comunque non superiore al terzo"*) sono stabiliti in relazione alla s.p.a. che non fa ricorso al mercato al capitale di rischio; pertanto, l'applicazione analogica degli stessi alla s.r.l. PMI si fonderebbe certamente sulla struttura para-azionaria di quest'ultima, ma finirebbe inevitabilmente per ignorare il carattere "aperto" di tale società, nonché l'eventuale ricorso a mercati regolamentati.

Per contro, i limiti di cui al secondo comma (*"l'azione di cui al comma precedente può essere esercitata dai soci che rappresentino un quarantesimo del capitale sociale o la minore misura prevista nello statuto"*) si rivolgono ad una società per azioni che fa concreto ricorso al mercato del capitale di rischio. Tuttavia, ritengo debba escludersi l'applicazione di tale norma, in quanto i limiti delineati sono fissati in relazione ad una società dalla compagine sociale potenzialmente molto estesa, condizione che difficilmente può ricorrere nella s.r.l. PMI.

Ancora, alla luce di tali considerazioni critiche avanzabili avverso entrambe le soluzioni, è auspicabile un intervento correttivo del legislatore, anche attraverso l'individuazione di una regola creata *ad hoc* per la s.r.l. PMI, al fine chiarire definitivamente i dubbi sopra esposti, altrimenti difficilmente superabili in via interpretativa.

Risulta, infatti, qui evidente come la formulazione scarna, dal punto di vista tecnico e giuridico, dell'art. 26, d.l. 179/2012, lasci all'interprete l'arduo compito di ricostruire le conseguenze sul

¹¹⁰ O. 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*, cit., p. 29.

¹¹¹ v. M. Cian, *S.r.l. PMI, s.p.a., s.r.l.: schemi argomentativi per una ricostruzione del sistema*, cit., p. 854.

piano applicativo, in particolar modo in relazione al diritto societario, di una riforma che genera un ampissimo novero di questioni irrisolte.

2.3 Limiti al diritto di controllo del “socio-investitore”...

Tratto distintivo della s.r.l. “codicistica” è la c.d. “socialità” della partecipazione, ovvero il riconoscimento in capo al socio di un ruolo endo-organizzativo molto significativo; e immediato riflesso di tale principio è certamente l’ampia portata del diritto di controllo ai sensi dell’art. 2476 c.c..

Contrariamente, la s.r.l. PMI, come già ampiamente affermato, può dotarsi di partecipazioni “finanziarie”, in funzione della costituzione di una struttura proprietaria che vede la coesistenza di “soci-imprenditori” e “soci-investitori”, questi ultimi esclusi dall’attività gestoria della società stessa¹¹².

A questo punto, sorgono spontanei tre interrogativi attinenti al diritto di controllo, ovvero: (i) se vi sia o meno la possibilità di escludere il diritto di controllo del “socio-investitore” nella s.r.l. PMI; (ii) se vi sia la necessità di individuare presidi ulteriori, in caso di effettiva limitazione di tale prerogativa; (iii) se sussistano o meno limiti inderogabili.

Quanto alle partecipazioni qualificabili come ordinarie, in dottrina e giurisprudenza si è lungamente discusso sulla possibilità di modificare *in peius* i diritti di controllo, riconosciuti dall’art. 2476 c.c. al socio di s.r.l..

Pur essendovi tesi confliggenti¹¹³, la teoria maggioritaria sembra propendere per un’inderogabilità *in peius* di tali poteri in ragione del rilevanza centrale del socio nella gestione

¹¹² Per la distinzione tra “socialità” e “finanziarietà” della partecipazione, v. M. Cian, *S.r.l. PMI, s.p.a., s.r.l.: schemi argomentativi per una ricostruzione del sistema*, cit., p. 842.

¹¹³ Per le tesi favorevoli ad una derogabilità del diritto di controllo v.: N. Abriani, *Controllo individuale del socio e autonomia contrattuale nella società a responsabilità limitata*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 2005, p. 164 ss.; R.G. Guidotti, *Sulla derogabilità della norma relativa ai diritti di controllo del socio nella s.r.l.*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 2010, p. 443; P. Benazzo, *I controlli nelle società a responsabilità limitata: singolarità del tipo od omogeneità della funzione?*, in *Rivista delle società*, 2010, pp. 25 ss., che sembra

societaria¹¹⁴, salva la possibilità di subordinare l'esercizio degli stessi ad argini derivanti dai principi di correttezza e buona fede. In altri termini, i tratti tipici della s.r.l., attinenti al carattere personalistico della partecipazione e al diretto coinvolgimento del socio nella vita della società, non potrebbero che postulare ingenti poteri di controllo, i quali si estrinsecano nel *“diritto di avere dagli amministratori notizie sullo svolgimento degli affari sociali e di consultare, anche tramite professionisti di loro fiducia, i libri sociali ed i documenti relativi all'amministrazione”* (art. 2476, comma 2, c.c.).

Di conseguenza, come osservato dalla stessa giurisprudenza, lo statuto potrebbe legittimamente prevedere limiti all'accesso alla società e all'esame dei documenti, solo nella misura in cui gli stessi *“non si risolvano, in concreto, in una lesione del diritto di ampia ed anzi totale conoscenza [...]”*¹¹⁵.

Tuttavia, abbiamo già sottolineato come la s.r.l. PMI possa superare i principi sopracitati, attraverso l'emissione di quote prive dei poteri tipicamente posti alla base della rilevanza personalistica del socio di s.r.l.. Alla luce di tali considerazioni, la dottrina¹¹⁶ sembra ammettere, per quanto attiene alle partecipazioni standardizzate, non solo una modifica *in minus*, ma persino un'integrale esclusione di tali prerogative mediante clausola statutaria¹¹⁷. Tale soluzione appare coerente con l'autonomia, riservata alle PMI, di prevedere formule partecipative connotate da una forte contrazione dei diritti di *voice* dei “soci-investitori”. Il riconoscimento di diritti di controllo tanto pervasivi, infatti, avrebbe come corollario il venir

riconoscere una possibile deroga al diritto di controllo mediante modifica dell'atto costitutivo e salvo riconoscimento del diritto di recesso al socio dissenziente.

¹¹⁴ In tal senso, v. G. Fernandez, *I diritti di controllo del socio nella s.r.l. e l'autonomia privata*, in *Rivista di diritto societario*, 2012, pp. 842 ss.; C. Rinaldo, *La multiformità della s.r.l.*, cit., p. 1538.

¹¹⁵ Tribunale di Venezia, Sez. specializzata in materia di impresa, 19 settembre 2020, disponibile in *Giurisprudenza commerciale*, 2021, p. 1154/II ss.

¹¹⁶ V.: M. Cian, *S.r.l. PMI, s.p.a., s.r.l.: schemi argomentativi per una ricostruzione del sistema*, cit., pp. 842 ss.; M. Speranzin, *S.r.l. piccole-medie imprese tra autonomia statutaria e ibridazione dei tipi (con particolare riferimento alle partecipazioni prive del diritto di voto)*, cit., pp. 358 ss.

¹¹⁷ O. 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*, cit., pp. 25 ss.

meno di un efficiente equilibrio tra soci-imprenditori e soci-investitori, i quali potrebbero porre in essere atti intrusivi nell'amministrazione della società, in modo del tutto contraddittorio rispetto alla prevista esclusione degli stessi da tale attività. Si aggiunga, inoltre, come il pieno riconoscimento delle prerogative di cui all'art. 2476, comma 2, c.c. al socio-finanziatore finirebbe per aumentare la litigiosità interna, e costituirebbe, inoltre, uno strumento eccessivamente oneroso e sproporzionato rispetto alle dimensioni generalmente ridotte dell'investimento¹¹⁸.

Ferma, dunque, la facoltà riconosciuta all'atto costitutivo della s.r.l. PMI di elidere le prerogative di controllo del socio, occorre chiedersi se vi sia, a tal fine, la necessità di prevedere l'istituzione di un organo di controllo.

Anzitutto, l'art. 2477 c.c. prevede che *“la nomina dell'organo di controllo o del revisore è obbligatoria se la società:*

- a) *è tenuta alla redazione del bilancio consolidato;*
- b) *controlla una società obbligata alla revisione legale dei conti;*
- c) *ha superato per due esercizi consecutivi almeno uno dei seguenti limiti:*
 - 1) *totale dell'attivo dello stato patrimoniale: 4 milioni di euro;*
 - 2) *ricavi delle vendite e delle prestazioni: 4 milioni di euro;*
 - 3) *dipendenti occupati in media durante l'esercizio: 20 unità.”*

Quanto alle s.r.l. PMI “aperte”, la dottrina si interroga sulla necessità per queste ultime, indipendentemente dal superamento delle soglie di cui all'art. 2477 c.c., di costituire un controllo interno di natura organica, nei casi in cui vi sia un'effettiva eliminazione dei diritti di controllo in capo ai soci-investitori.

Anche ove si ipotizzasse il ricorso ai portali *crowdfunding* e l'applicabilità delle disposizioni del Regolamento Consob in materia, non sembrerebbero emergere norme atte ad imporre tale soluzione di *governance*. Si noti, infatti, come le regole di mercato, e segnatamente l'art. 69, comma 2, t.u.f., nonché gli articoli 15, 16 e 24 del Regolamento sopra citato, introducano

¹¹⁸ C. Rinaldo, *La multiformità della s.r.l.*, cit., p. 1538.

certamente una serie di obblighi sul piano informativo e del controllo contabile¹¹⁹, i quali, tuttavia, non si traducono nell'obbligo di istituire un organo di controllo.

Nemmeno può dirsi propriamente esistente una lacuna normativa, e ciò in ragione della esplicita previsione di cui all'art. 2477 c.c.. Ciononostante, la dottrina si è impegnata in un'opera di ricerca di regole di diritto societario, dalle quali risulti in capo alle s.r.l. PMI "aperte" l'onere di predisporre un collegio sindacale, nell'evenienza di un assetto proprietario connotato da "soci-investitori" espropriati delle loro prerogative di controllo.

In tal senso, il d.lgs 24 gennaio 2019, n.14 introduce un secondo comma all'art. 2086 c.c., in materia di corretta gestione imprenditoriale, il quale stabilisce che *"l'imprenditore, che operi in forma societaria o collettiva, ha il dovere di istituire un assetto organizzativo, amministrativo e contabile adeguato alla natura e alle dimensioni dell'impresa, anche in funzione della rilevazione tempestiva della crisi dell'impresa e della perdita della continuità aziendale, nonché di attivarsi senza indugio per l'adozione e l'attuazione di uno degli strumenti previsti dall'ordinamento per il superamento della crisi e il recupero della continuità aziendale"*. Tale modifica, pur essendo opera dell'adozione del nuovo codice della crisi, assume inevitabilmente una rilevanza sistematica che erge il dovere di istituire un assetto organizzativo adeguato a principio generale; ed è proprio sulla base di tale disposizione che parte della dottrina fonda l'obbligo di istituire un collegio sindacale, sempre che vi sia effettiva limitazione del diritto di controllo dei soci¹²⁰.

In alternativa alla tesi testé indicata, vi è chi ipotizza che, in caso di offerta al pubblico di partecipazioni, l'assetto proprietario della società possa assumere tratti tanto divergenti dalla s.r.l. "chiusa" da legittimare l'inapplicabilità dello statuto codicistico previsto per quest'ultima. Secondo tale teoria, si renderebbe, dunque, necessario il ricorso alle norme in materia di s.p.a., con conseguente obbligatoria costituzione dell'organo di controllo, indipendentemente da una

¹¹⁹ P. Benazzo, *Categorie di quote, diritti di voto e governance della "nuovissima" s.r.l.*, cit., pp. 653 ss., afferma che l'apertura al mercato dei capitali della s.r.l. PMI, attraverso l'accesso ai portali *crowdfunding*, renderebbe obbligatorio un controllo interno con specifico riferimento alla revisione legale dei conti.

¹²⁰ V. N. Abriani, *La struttura finanziaria della società a responsabilità limitata*, cit., pp. 518 ss.; S. Corso, *Op. cit.*, pp. 231 ss.

concreta ablazione delle prerogative personalistiche dei soci¹²¹. Tuttavia, l'argomento da ultimo esposto, sembra porsi in aperto conflitto con due rilevanti dati normativi.

In primo luogo, l'art. 3, comma 10 bis, d.l. 3/2015 come modificato dalla legge 33/2015, prevede la nomina dell'organo di controllo e del revisore solo quando obbligatorio ai sensi dell'art. 2477 c.c.. Inoltre, il Regolamento Consob sulla raccolta di capitali di rischio tramite portali online, all'interno dell'allegato 3 (punto 6), identifica espressamente l'ipotesi di insussistenza di tale organo, riferendosi inevitabilmente alle s.r.l. sotto soglia.

Ne conviene l'impossibilità di ancorare un obbligo di nomina di un organo di controllo, che sia collegiale o monocratico, alla mera evenienza che la s.r.l. PMI ricorra all'offerta al pubblico di quote. Per contro, la necessità di tale nomina, potrebbe ragionevolmente dirsi subordinata ad una particolare conformazione dell'assetto partecipativo, ove quest'ultimo sia connotato dalla presenza di soci-investitori privati dei diritti di controllo tipicamente in capo al socio di s.r.l., e ciò alla luce del già citato obbligo di cui all'art. 2086 c.c.¹²².

Il "socio-investitore" è, dunque, un soggetto che può essere limitato nei diritti di *voice* normalmente riconosciuti dall'ordinario statuto codicistico; sorge, pertanto, inevitabilmente un quesito relativo all'esistenza di limiti ineludibili inerenti al diritto di controllo.

In via preliminare, si osservi come il diritto di controllo conferito al socio "ordinario" di s.r.l. risponda ad una duplice funzione: (i) una funzione organizzativa, strumentale ad un consapevole esercizio del voto; (ii) una funzione informativa, funzionale all'attivazione di poteri di reazione del socio ad atti o comportamenti illegittimi degli organi sociali¹²³.

La comprimibilità della prima funzione non sembrerebbe porre particolari questioni, stante la possibile rilevante contrazione dei diritti di *voice* del "socio-investitore". Tuttavia, quanto alla seconda funzione, dovrebbe rigettarsi l'idea di un socio totalmente privato della possibilità di essere informato sull'attività degli organi sociali.

¹²¹ O. Cagnasso, *Profili organizzativi e disciplina applicabile alle s.r.l. PMI*, cit., pp. 21 ss.;

¹²² S. Corso, *Op. cit.*, pp. 230 ss.

¹²³ P. Benazzo, *I controlli nella società a responsabilità limitata: singolarità del tipo od omogeneità della funzione?*, cit., pp. 55 ss.

Infatti, ove si affermasse la totale insussistenza di limiti quanto alla contrazione del diritto di controllo, si dovrebbero considerare legittime circostanze nelle quali il socio-finanziatore si trovasse ad affidare la gestione del proprio investimento ad una organizzazione, che potrebbe difettare sia di un sistema di controllo interno, di legalità e contabile, di tipo “istituzionale”, che di un adeguato sistema informativo sulla situazione economica, finanziaria e patrimoniale della società, essendo infatti sufficiente, per le società a responsabilità limitata, la redazione del bilancio in forma abbreviata (art. 2435 bis c.c.). Risulta, dunque, evidente come sia senza dubbio ragionevole la ricerca di limiti all’autonomia riconosciuta a tale società.

Si osservi come anche ove si rifiutasse una piena equiparabilità del “socio-invitore” all’azionista, non potrebbe comunque ignorarsi il limite di incostituzionalità che potrebbe discendere dal riconoscimento di una tutela meno intensa derivante dalla mera sottoscrizione di una quota di s.r.l., in luogo di un titolo azionario. È, pertanto, apprezzabile lo sforzo della dottrina di individuare una soglia minima di tutela dei soci, in materia di controllo.

In primo luogo, vi è chi ipotizza sia necessario distinguere fra due ipotesi, ovvero: (i) in assenza di un organo di controllo, il nucleo indisponibile del diritto di controllo dovrebbe essere costituito dal diritto, riconosciuto al socio accomandante della società in accomandita semplice, “di avere comunicazione annuale del bilancio e del conto dei profitti e delle perdite, e di controllarne l’esattezza, consultando i libri e gli altri documenti della società”¹²⁴; (ii) per contro, in presenza di un organo di controllo (anche facoltativo), lo statuto potrebbe incidere maggiormente sulle prerogative del quotista, incontrando il limite costituito dal riconoscimento del diritto di ispezione dei libri sociali, di cui all’art. 2422 c.c.¹²⁵.

A tale tesi si contrappone un diverso orientamento, il quale subordina l’ammissibilità dell’esclusione del diritto di controllo del socio alla costituzione di un collegio sindacale o, quantomeno, di un sindaco unico. Tuttavia, il punto comune si riscontra nel limite di cui all’art.

¹²⁴ Art. 2320, comma 3, c.c..

¹²⁵ N. Abriani, *La struttura finanziaria della società a responsabilità limitata*, cit., p. 518.

2422 c.c., ovvero nel carattere inderogabile delle potere minimo di controllo assegnato agli azionisti¹²⁶.

Peraltro, il tema è stato affrontato, sebbene in relazione alle start-up, dalla Massima n. 41 della Commissione del Consiglio Notarile di Firenze che, affermando l'ammissibilità dell'"emissione di categorie di quote per le quali è limitato o escluso il diritto di avere notizie dall'organo amministrativo sullo svolgimento degli affari sociali e di consultare anche tramite professionisti di fiducia i libri sociali e i documenti relativi all'amministrazione", ha comunque precisato che "in ogni caso spetta ai soci titolari di dette partecipazioni il diritto di ispezionare il libro delle decisioni dei soci, in quanto documento espressione della volontà dei soci stessi"¹²⁷.

2.4 ... e conseguenze sul piano del diritto societario

La questione fin qui esaminata non è certo priva di conseguenze sul piano del diritto societario: sorge, infatti, spontaneo il quesito circa la possibilità di individuare deroghe alla disciplina "ordinaria" prevista per la s.r.l., in ragione delle sensibili asimmetrie che distinguono la figura del socio-imprenditore da quella del "socio-investitore", in particolare ove privato degli ampi poteri di controllo di cui si è appena detto. Segnatamente, il quesito si pone in relazione alle due seguenti norme: (i) l'art. 2467 c.c., il quale dispone che "il rimborso dei finanziamenti dei soci a favore della società è postergato rispetto alla soddisfazione degli altri creditori", sempre che, al momento della concessione del finanziamento o del suo rimborso, vi siano particolari condizioni di dissesto economico-finanziario della società; (ii) l'art. 2483, comma

¹²⁶ O. Cagnasso, *Limiti al diritto di controllo dei soci non amministratori di s.r.l.*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 2018, pp. 886.

¹²⁷ L'analisi di alcune offerte pubblicate sul portale Mamacrowd mostra una generale adesione a tali conclusioni. A titolo esemplificativo, l'art. 5-bis della Statuto di Digiwow S.r.l afferma che "le Quote C non hanno il diritto di voto nell'assemblea generale dei soci e, per il periodo in cui sia in essere – per obbligo di legge o per decisione dei soci – la funzione di controllo sulla gestione, non hanno il diritto di avere dagli amministratori notizie sullo svolgimento degli affari sociali e di consultare, anche tramite professionisti di loro fiducia, i libri sociali e i documenti relativi all'amministrazione ad eccezione del libro soci, ove esistente, e del libro delle decisioni dei soci". Una previsione pressoché identica è rinvenibile nell'offerta pubblicata sullo stesso portale da Soul-K S.r.l..

2, c.c., il quale prevede che gli investitori professionali, primi acquirenti dei titoli di debito, in caso di successiva circolazione, rispondono *“della solvenza della società nei confronti degli acquirenti che non siano investitori professionali ovvero soci della società medesima”*.

La ragione giustificativa della degradazione del diritto al rimborso e all'esclusione della garanzia di cui sopra è correlata alla particolare posizione che riveste il socio di s.r.l. nell'attività gestoria, con specifico riferimento al privilegio informativo e conoscitivo, rispetto ai terzi, che può essere esercitato al fine di rilevare lo stato di effettiva solvenza della società. Alla luce di tale *ratio*, ove il “socio-investitore” subisca una forte limitazione del diritto di controllo, sembrerebbe azzardato sostenere che possano trovare applicazione le norme sopra citate.

Invero, quanto all'art. 2467 c.c., la stessa giurisprudenza¹²⁸ ha affermato come da tale regola, reiterata in materia di gruppi societari, possa estrapolarsi un principio generale applicabile anche alla società azionaria, purché vi siano condizioni tali da postulare un'effettiva somiglianza con la struttura tipica della società a responsabilità limitata, in particolare le ridotte dimensioni della compagine sociale. Tale affermazione potrebbe indurre l'interprete a considerare, *a fortiori*, applicabile tale disposizione al “socio-investitore” della s.r.l. PMI. Tuttavia, analizzando la presa di posizione della Cassazione, emerge chiaramente come *“l'identità di posizione possa [può] pacificamente affermarsi tutte le volte che l'organizzazione della società finanziata consenta al socio di ottenere informazioni paragonabili a quelle di cui potrebbe disporre il socio di una s.r.l. ai sensi dell'art. 2476 cod. civ.; e dunque di informazioni idonee a far apprezzare l'esistenza (art. 2467, secondo comma) dell'eccessivo squilibrio dell'indebitamento della società rispetto al patrimonio netto ovvero la situazione finanziaria tale da rendere ragionevole il ricorso al conferimento, in ragione delle quali è posta, per i finanziamenti dei soci, la regola di postergazione”*¹²⁹. Pertanto, risulta evidente come la regola della postergazione non possa trovare applicazione tanto nei riguardi degli azionisti che non

¹²⁸ In particolare, v. Tribunale di Milano, Sez. specializzata in materia di imprese, 4 giugno 2015; Cassazione civile, sez. I, 20 giugno 2018, n. 16291; Tribunale di Bologna, Sez. specializzata in materia di imprese, 31 gennaio 2019, n. 265.

¹²⁹ Cassazione civile, sez. I, 20 giugno 2018, n. 16291.

siano dotati di tali prerogative¹³⁰, quanto, *mutatis mutandis*, in relazione al quotista di s.r.l. PMI privato dei diritti di controllo di cui all'art. 2476 c.c..

Identiche conclusioni possono essere reiterate in relazione all'art. 2483 comma 2, c.c., disposizione che condivide la stessa *ratio* con la norma sopra citata.

Occorre, comunque, sottolineare come negare l'operatività degli articoli 2467 e 2483, comma 2, c.c., non sia certo decisione priva di rilevanti implicazioni, in particolar sul piano dell'individuazione dei criteri cui subordinare la disapplicazione di tali disposizioni.

In primo luogo, si osservi la necessità, per quanto attiene alla s.r.l. PMI aperta, di identificare regole differenziate a seconda che il socio sia imprenditore (e dunque, si applicherà la postergazione del rimborso) o investitore. In secondo luogo, anche ove il socio sia definibile come investitore, l'interprete dovrebbe procedere ad attenta analisi dell'effettiva limitazione del diritto di controllo, predisposta in via statutaria, individuando altresì il novero minimo di prerogative in ambito informativo, al di sotto delle quali può giustificarsi una deroga all'art. 2467 c.c.. E alla luce della perdurante incertezza quanto al nucleo minimo di poteri di controllo, obbligatoriamente riconosciuti al socio-imprenditore di s.r.l., il compito risulta tutt'altro che agevole.

Ulteriore questione di evidente rilievo quanto al tema oggetto del presente paragrafo è la denuncia al collegio sindacale di cui all'art. 2408 c.c..

Anzitutto, occorre ribadire come l'art. 2477 c.c. preveda, al comma secondo, una serie di condizioni al verificarsi delle quali diviene obbligatoria la nomina di un organo di controllo e revisione; inoltre, in caso di predisposizione di tale organo, anche ove monocratico, il comma 3 dispone l'applicazione delle “*disposizioni sul collegio sindacale previste per le società per azioni*”.

Alla luce di quanto affermato, sorge l'esigenza di illustrare il contenuto dell'art. 2408 c.c., il quale individua una duplice forma di denuncia al collegio sindacale, ovvero: (i) quella di cui al primo comma, il quale dispone che “*ogni socio può denunciare i fatti che ritiene censurabili*

¹³⁰ R. Caspani, *Postergazione dei finanziamenti dei soci e tipi sociali*, in *Banca, borsa, titoli di credito*, 2017, pp. 418 ss.; N. Baccetti, *Informazione e postergazione tra s.p.a. e nuove s.r.l. che esercitano piccole e medie imprese*, in *Banca, borsa, titoli di credito*, 2019, pp. 716 ss..

al collegio sindacale, il quale deve tener conto della denuncia nella relazione all'assemblea”;
(ii) e quella di cui al comma successivo, il quale prevede che “*se la denuncia è fatta da tanti soci che rappresentino un ventesimo del capitale sociale o un cinquantesimo nelle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, il collegio sindacale deve indagare senza ritardo sui fatti denunciati e presentare le sue conclusioni ed eventuali proposte all'assemblea [...]”*”.

Il quesito che si palesa di fronte all'interprete è il seguente: il diritto di effettuare la denuncia “semplice” o “qualificata” deve o può essere soppresso in relazione al “socio-investitore”, titolare di una quota di categoria priva del diritto di voto?

Anche in questo caso può venire in ausilio il richiamo alla *ratio* complessivamente sottesa alla riforma del 2017, la quale si fonda sulla possibilità di allargare l'assetto partecipativo a soggetti che, in quanto privati dei diritti di *voice*, dovrebbe vedere una coerente limitazione di quei poteri che incidono eccessivamente sull'andamento e sulla gestione societaria.

Quanto alla prima “forma” di denuncia, sembra doversi ritenere sempre presente la legittimazione del singolo socio, indipendentemente dal carattere chiuso o aperto della s.r.l.. Per contro, diversa soluzione sembra essere suggerita dalla dottrina, purché si faccia riferimento alla s.r.l. PMI “aperta”, per quanto attiene alla denuncia “qualificata”: in particolare, rileverebbe in questo caso una simmetria fra le quote prive del diritto di voto e le azioni di risparmio, la cui disciplina non prevede per tale categoria di azionisti una simile facoltà¹³¹.

2.5 Regolamento *crowdfunding* e tutela del socio investitore

Abbiamo già osservato come la c.d. apertura della società a responsabilità limitata al mercato del capitale di rischio non possa dirsi subordinata al ricorso *una tantum* all'offerta al pubblico di quote mediante i portali *crowdfunding*, ma debba, invece, essere ricondotta ad una

¹³¹ V. O. 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*, cit., p. 28.

conformazione dell'assetto proprietario, tale da permettere la coesistenza di "soci-investitori", privati delle prerogative tipicamente assegnate ai quotisti di s.r.l., e "soci-imprenditori".

Stante tale premessa, è, tuttavia, innegabile come il possibile accesso a tali piattaforme costituisca un efficace mezzo di reperimento di capitale, per quelle imprese per le quali il ricorso alle "ordinarie" forme di finanziamento risulta precluso, in ragione delle loro ridotte dimensioni.

Per coerenza espositiva, il presente scritto tralascerà le disposizioni che attengono all'autorizzazione dei portali e alla responsabilità degli stessi. Per contro, di certa rilevanza sono le norme, poste dal Regolamento Consob, che si pongono a tutela dell'investitore *retail*.

Inoltre, all'interno del quadro normativo così delineato, si inserisce il nuovo Regolamento UE 2020/1503, già succintamente analizzato nelle sue disposizioni più importanti, il quale introduce una serie di obblighi informativi posti tutela dell'investitore non professionale.

Prima di procedere alla ricostruzione della disciplina a tutela del "socio-investitore" della s.r.l. PMI, che abbia offerto al pubblico le proprie partecipazioni mediante i portali *crowdfunding*, occorre delineare l'ambito applicativo del Regolamento Consob. Quest'ultimo trova, infatti, applicazione solo in relazione alle offerte al pubblico di valore non superiore a 5.000.000 di euro; tale limite deriva essenzialmente dalla disciplina europea in materia di prospetto informativo, la quale era inizialmente contenuta nella direttiva 2003/71/CE. Si noti come il successivo Regolamento UE 2017/1129, il quale abroga la direttiva testé indicata, conferisca agli Stati membri la facoltà di disporre l'esenzione dall'obbligo di pubblicazione del prospetto nei casi in cui l'importo monetario, calcolato su un periodo di 12 mesi, non superi il valore di 8.000.000 di euro; tuttavia, tale innalzamento della soglia non è stato preso in considerazione dall'ultima revisione del Regolamento Consob¹³².

¹³² A. Dentamaro, *Apertura della s.r.l. PMI tra divieto di rappresentazione delle quote ex art. 2468, comma 1, c.c., e tutela dell'investitore*, cit., p. 176

2.6 Obblighi informativi

Una prima forma di tutela del “socio-investitore”, che si avvale dei portali *crowdfunding* ai fini dell’acquisto delle quote può definirsi come preventiva, e si sostanzia in una serie di precisi obblighi di *disclosure*, ascrivibili sia al gestore del portale che al soggetto emittente. Segnatamente, l’art. 15 del regolamento Consob impone al gestore del portale di fornire agli investitori, in forma sintetica e facilmente comprensibile, una serie di rilevanti informazioni attinenti alle caratteristiche dell’investimento (a titolo esemplificativo, il rischio di perdita del capitale sottoscritto, il rischio di illiquidità, l’eventuale divieto di distribuzione degli utili nel caso in cui l’emittente sia una start-up innovativa o una PMI innovativa).

A tale previsione deve necessariamente aggiungersi l’obbligo di pubblicazione dei patti parasociali, i quali devono essere comunicati dalla società emittente e, altresì, pubblicati nel sito internet della stessa, conformemente a quanto disposto dall’art. 24, primo comma, lett. b), del regolamento indicato. Tale disposizione, dunque, ha lo scopo di riprodurre una regola del tutto simile a quella prevista dall’art. 2431 *ter* c.c., per le società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio¹³³, con la finalità di consentire al *crowdfunder* di pervenire a conoscenza dell’effettivo assetto di controllo interno alla società, e di assumere decisioni di investimento consapevoli¹³⁴.

Inoltre, si rende necessario sottolineare come l’informativa relativa alla compagine sociale, ed in particolare ai soci di controllo, risulti dirimente quanto al corretto esercizio del diritto di co-vendita o di recesso assegnato all’investitore dall’art. 24, primo comma, lett. b). Infatti, come si dirà in seguito, tale potere di *exit* è riconosciuto in caso di trasferimento del controllo della società emittente a terzi¹³⁵, e, di conseguenza, potrà essere esercitato solo ove si pervenga a conoscenza di tale evento.

¹³³ I. Capelli, *L’equity based crowdfunding e i diritto del socio*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, 2014, p. 9.

¹³⁴ M. Filippelli, *La trasparenza dei patti parasociali nelle società per azioni*, in *Rivista delle società*, 2019, p. 454, evidenzia come si tratti della *ratio* generalmente alla base degli obblighi di trasparenza relativi ai patti parasociali.

¹³⁵ I. Capelli, *L’equity based crowdfunding e i diritto del socio*, cit., p. 9.

All'interno di questo quadro generale, si è recentemente innestato il già citato Regolamento UE n. 2020/1503 (c.d. “*Regulation on European Crowdfunding Service Providers for Business*” o “Regolamento ECSP”), il quale ha come primario obiettivo non solo quello di agevolare lo sviluppo di portali transfrontalieri, ma altresì di introdurre ulteriori tutele a presidio degli investitori non professionali, anche mediante obblighi di informazione e di trasparenza in capo ai gestori autorizzati¹³⁶.

Prima di analizzare con maggiore accortezza la reale portata delle regole dettate dall'Allegato 3 del regolamento Consob sull'informazione al sottoscrittore di quote di categoria, occorre, tuttavia, sottolineare alcuni rilevanti profili inerenti all'aumento di capitale sociale che anticipa l'offerta pubblica di partecipazioni attraverso il portale. Specificatamente, si noti come l'aumento di capitale con offerta di partecipazione di nuova emissione a terzi, per quanto attiene alle società a responsabilità limitata, non sia subordinata all'obbligatoria previsione di un sovrapprezzo¹³⁷, né tantomeno alle altre prescrizioni dettate in materia di s.p.a. dall'art. 2441, comma 6, c.c.. Tale disciplina sottopone la delibera assembleare ad una serie di regole procedurali, fra cui il coinvolgimento di un organo di controllo interno o indipendente tenuto ad esprimersi sulla congruità del prezzo di emissione, tese non solo a tutelare i soci di minoranza dal rischio di depauperamento della propria partecipazione dall'ingresso di nuovi soci a “prezzo scontato”, ma altresì, secondo l'opinione di una dottrina, a consentire ai nuovi soci l'accesso alle informazioni cui è subordinata la valutazione di convenienza dell'operazione di acquisto¹³⁸.

In altri termini, ove si faccia riferimento all'aumento di capitale nella società azionaria, la documentazione di cui sopra dev'essere resa accessibile sia ai soci che a terzi potenziali

¹³⁶ A titolo esemplificativo, l'art. 19, primo comma, del nuovo Regolamento ECSP dispone che “*tutte le informazioni, comprese le comunicazioni di marketing di cui all'articolo 27, che i fornitori di servizi di crowdfunding forniscono ai clienti su sé stessi, sui costi, sui rischi finanziari e sugli oneri connessi ai servizi di crowdfunding o agli investimenti, sui criteri di selezione dei progetti, e sulla natura dei propri servizi di crowdfunding e sui rischi a essi connessi devono essere corrette, chiare e non fuorvianti*”.

¹³⁷ A. Daccò, *La s.r.l.: la struttura finanziaria*, cit.; p. 691.

¹³⁸ B. Mele, *In tema di qualità dell'informazione del sottoscrittore di quote di categoria nell'equity crowdfunding*, cit., p. 982/I.

sottoscrittori, i quali, dunque, godono della possibilità di consultare una serie di informazioni puntuali su cui fondare la propria decisione di investimento.

Per contro, non essendo la s.r.l. PMI che ricorre al *crowdfunding* soggetta alle prescrizioni di cui all'art. 2441, comma 6, c.c., risulta evidentemente diverso lo *status* informativo del terzo sottoscrittore delle quote di nuova emissione. Tale marcata divergenza fra i due tipi societari costituisce la premessa necessaria al fine di comprendere appieno l'effettivo grado di tutela del "socio-investitore" garantito dall'applicazione del Regolamento Consob, il quale dovrebbe efficacemente sopperire alla suddetta carenza informativa.

L'allegato 3 al Regolamento Consob introduce, anzitutto, un obbligo in capo al gestore di garantire che la documentazione relativa all'offerta riporti la seguente avvertenza: *"Le informazioni sull'offerta non sono sottoposte ad approvazione da parte della Consob. L'offerente è l'esclusivo responsabile della completezza e della veridicità dei dati e delle informazioni dallo stesso fornite. Si richiama inoltre l'attenzione dell'investitore che l'investimento, anche mediante OICR o società che investono prevalentemente in strumenti finanziari emessi da piccole e medie imprese è illiquido e connotato da un rischio molto alto."*. Seguono, poi, particolari obblighi di *disclosure* attinenti ai rischi dell'operazione di investimento, all'offerente e agli strumenti finanziari oggetto dell'offerta.

Si rende necessario valutare se le specifiche regole informative predisposte dal regolamento trovino effettiva attuazione nella prassi, attraverso un'analisi, per quanto non completa, delle offerte pubblicate nei portali *crowdfunding* di maggior rilievo nel panorama nazionale¹³⁹.

La lettera a) del comma 3 (allegato 3) dispone, in particolare, la pubblicazione di una descrizione dei dati contabili relativi alla società emittente. Tale obbligo sembra, tuttavia, espletato, nella gran parte dei casi, attraverso la mera pubblicazione del bilancio di esercizio, corredato da alcune informazioni contenute nel *business plan*. Si rilevi come, seppure tali dati possano avere grande rilievo quanto alla valutazione di convenienza dell'operazione, in realtà non sembra esservi un perfetto adempimento quanto all'esigenza di fornire informazioni attraverso un "*linguaggio non tecnico o gergale, chiaro, conciso*". Inoltre, ben si potrebbe evidenziare una difficoltà intrinseca per un investitore *retail* di comprendere appieno la

¹³⁹ In particolare, per l'analisi che segue sono stati consultati i portali CrowdFundMe, Mamacrowd e Opstart.

situazione economico-finanziaria dell'emittente sulla base di una mera consultazione del bilancio d'esercizio¹⁴⁰.

Altro profilo non privo di ambiguità attiene alle informazioni sulla singola offerta, con particolare riferimento all'obbligo di indicare nel documento informativo una “*descrizione dei diritti amministrativi e patrimoniali [...] e delle relative modalità di esercizio*”. Da una sommaria analisi contenutistica della documentazione pubblicata nei principali portali, emerge come la tecnica di cui si avvalgono, in via maggioritaria, le società emittenti sia quella di suddividere le quote in due o più tipologie, cui è riconducibile il riconoscimento o meno di talune prerogative¹⁴¹. Tuttavia, se da un lato vi sono prospetti adeguatamente dettagliati e che indicano con una certa puntualità l'ampio novero di diritti riconosciuti (o esclusi) al socio¹⁴², dall'altro non è trascurabile come sovente si ricorra a formule generiche che fanno riferimento, a titolo esemplificativo, a “*diritti patrimoniali e amministrativi di cui alla legge allo statuto sociale*”¹⁴³. In altri casi, ancora, vengono esplicitati meramente i diritti più rilevanti, come il diritto di voto e di co-vendita, peraltro attraverso l'ausilio di formule eccessivamente

¹⁴⁰ Di tale opinione anche B. Mele, *In tema di qualità dell'informazione del sottoscrittore di quote di categoria nell'equity crowdfunding*, cit., p. 985/1

¹⁴¹ A titolo esemplificativo, l'offerta n. 382 pubblicata da KPI6 S.r.l., nel portale Mamacrowd, prevede tre tipologie di quote: (i) Quote B, che assegnano un'ampia serie di diritti, fra cui il voto nelle delibere assembleari e il diritto di trascinarsi; (ii) Quote D, che riconoscono una sfera meno ampia di prerogative; (iii) Quote E, prive del diritto di voto. Ai sensi dell'informativa pubblicata, le diverse quote sono assegnate a seconda dell'importo della sottoscrizione: (i) Quote B a fronte della sottoscrizione e versamento di un importo complessivo almeno pari ad euro 299.994,31; (ii) Quote D, a fronte della sottoscrizione e versamento di un importo complessivo almeno pari ad euro 49.998,08; (iii) Quote E, fronte della sottoscrizione e versamento di un importo complessivo almeno pari ad euro 495,55. Nello stesso portale, vedasi anche l'offerta n. 349 pubblicata da Soul-K SR, che prevede quote di tipo AA, A, e B, seguendo criteri simili al precedente esempio.

¹⁴² A titolo esemplificativo, risultano pubblicati prospetti che adeguatamente forniscono informazioni sul diritto di voto limitato a determinate materie, sul diritto di prelazione o, ancora, di nomina dell'organo amministrativo.

¹⁴³ Informazioni sull'offerta al pubblico di quote di KPI6 s.r.l., offerta n. 382, pubblicata attraverso il portale Mamacrowd.

sintetiche¹⁴⁴. Inoltre, e per quanto concerne l'indicazione delle modalità di esercizio dei diritti, risulta evidente un ampio ricorso alla tecnica del mero richiamo a disposizioni statutarie: tecnica che pone non pochi interrogativi quanto al rispetto della semplicità espositiva prescritta dal regolamento Consob.

Una peculiare problematica si manifesta in relazione all'informazione sul prezzo di emissione delle quote. Infatti, abbiamo già osservato come l'emittente non sia tenuta a dare nota delle modalità e dei criteri di determinazione del prezzo di emissione delle quote¹⁴⁵. Peraltro, anche ove le società si avvalgano di sistemi di controllo interni o indipendenti, e stante in questo caso la possibilità per la società di demandare ad un esperto il compito di redigere un parere con cui corredare la documentazione relativa all'offerta, non sarebbe comunque garantita la congruità del sovrapprezzo determinato dalla società.

Inoltre, si osservi non solo come il prezzo di emissione sia determinato sulla base di una redditività meramente sperata, ma altresì come sovente i risultati realmente raggiunti dalle emittenti si collochino al di sotto delle previsioni contenute nei *business plan*¹⁴⁶.

A ciò si aggiunga la corretta osservazione proposta da parte della dottrina, la quale sottolinea come la determinazione di un sovrapprezzo "gonfiato" possa celare una condotta

¹⁴⁴ A titolo esemplificativo, il documento informativo pubblicato su CrowdFundMe dalla società Rabezana s.r.l. descrive la quota meramente attraverso la formula seguente: "*Le quote di categoria "A" sono assegnate con un investimento pari o superiore a Euro 20.000,00 (ventimila/00) e hanno le seguenti caratteristiche: (a) consentono l'esercizio del diritto di voto; (b) consentono l'esercizio del diritto di co-vendita (c.d. "tag-along") di cui all'art. 10 dello Statuto; (c) sono soggette al diritto di trascinarsi (c.d. "drag-along") di cui all'art. 11 dello Statuto. Le quote di categoria "B" sono assegnate con un investimento pari o superiore a Euro 500,00 (cinquecento/00) ma inferiore a Euro 20.000,00 e hanno le seguenti caratteristiche: (a) non consentono l'esercizio del diritto di voto; (b) consentono l'esercizio del diritto di co-vendita (c.d. "tag-along") di cui all'art. 10 dello Statuto; (c) sono soggette al diritto di trascinarsi (c.d. "drag-along") di cui all'art. 11 dello Statuto*".

¹⁴⁵ Da un'analisi, seppur non esaustiva, delle delibere di aumento di capitale pubblicate emerge, infatti, come l'indicazione del sovrapprezzo non sia corredata da alcuna indicazione circa i criteri di determinazione dello stesso. Si vedano, a titolo esemplificativo, le offerte pubblicate sul portale CrowdFundMe da Livegreen Società agricola s.r.l. e sul portale Mamacrowd da Rewop s.r.l.

¹⁴⁶ V. 3° Report italiano sul *Crowdfunding*, Politecnico di Milano, 2018, disponibile al sito www.osservatoriocrowdfunding.it, pp. 32 ss.

opportunistica dei soci di maggioranza, tesa a preservare la posizione di preminenza dei soci fondatori attraverso un'evidente distorsione dell'ordinaria proporzionalità intercorrente tra entità del conferimento e prerogative in capo al socio¹⁴⁷.

A fronte delle carenze informative sin qui descritte, potenzialmente pregiudizievoli per gli interessi del "socio-investitore", si osservi come il gestore del portale sia destinatario di una serie di obblighi ulteriori volti ad avvertire l'investitore *retail* "sull'opportunità che gli investimenti in attività finanziarie ad alto rischio siano adeguatamente rapportati alle proprie disponibilità finanziarie"¹⁴⁸, nonché ad assicurare che l'investimento avvenga solo in seguito alla ricezione di adeguati informazioni sull'esperienza e sulla conoscenza dell'investitore. Tuttavia, non può ignorarsi come l'adempimento a tale regole da parte del gestore appaia inidoneo a sopperire alle carenze sopra citate.

Per concludere quanto a tale questione, dall'analisi non solo normativa ma, soprattutto, empirica della documentazione d'offerta emerge come la forma di tutela anticipata del futuro "socio-investitore" presenti numerosi profili critici che la rendono decisamente inefficace. Alla luce di tali considerazioni, dunque, si rende necessario profilare gli altri strumenti di presidio degli interessi del "socio-investitore", forniti dalla disciplina sul *crowdfunding*, dal codice civile e dalla legislazione speciale.

¹⁴⁷ E. Tonelli, *(High-tech) Startups, piccole e medie impresa: canali di finanziamento e problemi di Governance*, Convegno conclusivo del progetto PRIN 2010-11 "La governance dei mercati europei", Siena, 7-9 aprile 2016, pp. 30 ss.

¹⁴⁸ "Il gestore richiama l'attenzione degli investitori diversi dagli investitori professionali o dalle altre categorie di investitori indicate all'articolo 24, comma 2 sull'opportunità che gli investimenti in attività finanziaria ad alto rischio siano adeguatamente rapportati alle proprie disponibilità finanziarie. Il gestore non diffonde notizie che siano non coerenti con le informazioni pubblicate sul portale e si astiene dal formulare raccomandazioni riguardanti gli strumenti finanziari oggetto delle singole offerte atte ad influenzare l'andamento delle adesioni alle medesime" (Art. 13, comma 3, regolamento Consob)

2.7 Tutela risarcitoria

Abbiamo sottolineato come il regolamento Consob in materia di *equity crowdfunding* predisponga anzitutto una tutela di natura preventiva in favore degli interessi dell'investitore *retail*, attraverso un ampio novero di obblighi informativi e di trasparenza. Tuttavia, la stessa fonte normativa tace quanto alla disciplina applicabile nell'ipotesi di informazioni inesatte o fuorvianti, rendendo necessario per l'interprete un attento vaglio delle norme previste dal codice civile e dalla legislazione speciale, teso ad individuare ulteriori presidi per l'acquirente delle quote offerte al pubblico mediante i portali.

Preliminarmente, si osservi come l'esenzione dalle regole di trasparenza applicabili alle s.p.a. quotate in un mercato regolamentato sia scelta del legislatore, tesa a garantire, in favore delle s.r.l. PMI, uno strumento di reperimento di risorse finanziarie molto più snello e idoneo a ridurre i costi connessi agli obblighi informativi¹⁴⁹. Tuttavia, come anticipato, la deroga all'obbligo di prospetto non esclude che l'emittente sia destinatario di un dovere di fornire una serie di informazioni, volte a consentire al potenziale nuovo "socio-investitore" un fondato giudizio sulla situazione patrimoniale e finanziaria della società emittente, nonché sui prodotti finanziari e i diritti ad essi connessi.

Alla luce di quanto premesso, la dottrina si interroga sulla possibilità di richiamare quanto disposto dall'art. 94 t.u.f. e, dunque, di applicare anche al sottoscrittore di quote di partecipazione di s.r.l. PMI, per il tramite dei portali *crowdfunding*, il regime di tutela "rafforzata" derivante dall'applicazione delle regole sulla responsabilità da prospetto. Si rende opportuno identificare se possa o meno trovare applicazione il comma ottavo, art. 94 t.u.f., il quale rende agevole l'onere probatorio in capo all'investitore in caso di azione risarcitoria, limitandone l'oggetto alla sola dimostrazione dell'ambiguità o della falsità dei dati resi.

Una prima tesi rimarca come le s.r.l. PMI che si avvalgono dei portali di *equity crowdfunding* siano tenute alla presentazione di una documentazione d'offerta non subordinata all'osservanza degli obblighi comunicativi imposti alle società quotate. In altri termini, il presupposto applicativo dell'art. 94, comma 8, t.u.f., non potrebbe che essere la qualifica dell'emittente

¹⁴⁹ G. Ferrarini, *I costi dell'informazione societaria per le PMI: mercati alternativi, crowdfunding e mercati privati*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2013, pp. 203 ss.

come società quotata, la quale, coerentemente, è infatti soggetta non solo ad obblighi informativi, ma anche alla revisione contabile e alla vigilanza della Consob. In particolare, si osservi come la giurisprudenza tenda a subordinare la tutela c.d. “rafforzata” all’individuazione di un “*preciso obbligo giuridico di verità*”¹⁵⁰.

Secondo la tesi fin qui descritta, stante in ogni caso l’obbligo di fornire informazioni corrette e corrispondenti al vero, in capo alla s.r.l. PMI aperta al mercato del capitale di rischio, all’eventuale danno sofferto dal sottoscrittore, in ragione dell’inosservanza degli obblighi informativi da parte dell’emittente, potrebbe conseguire un’azione di responsabilità aquiliana, senza accesso all’alleggerimento probatorio citato¹⁵¹.

Dunque, il vantaggio offerto dal regolamento Consob sarebbe costituito meramente dall’ampliamento della sfera dei legittimati passivi; infatti, l’individuazione di obblighi informativi che fanno capo alla società emittente rende ammissibile l’esercizio della pretesa risarcitoria direttamente nei confronti di quest’ultima. Tale conclusione è coerente con l’interpretazione giurisprudenziale, la quale evidenzia che “*la “posizione qualificata” che l’emittente viene a rivestire in un “mercato aperto” lo rende, secondo la ricostruzione del Tribunale, soggetto responsabile della comunicazione, con conseguente “superamento” dell’esclusiva responsabilità degli amministratori ex art. 2395 c.c.*”¹⁵². Naturalmente, resta

¹⁵⁰ Cfr. Tribunale di Milano, 13 luglio 2010, in *Rivista di Diritto Societario*, 2012, nota di D. Stanzione, *La responsabilità da prospetto informativo della banca emittente tra norme speciali e clausole generali*. Nel caso di specie, un investitore aveva sottoscritto azioni di nuova emissione di una banca, per un valore determinato alla luce di false rappresentazioni della consistenza patrimoniale. La banca aveva eccettuato il difetto di legittimazione, in quanto, in ragione dell’inapplicabilità dell’art. 94 t.u.f. a società non quotate, la pretesa risarcitoria doveva essere rivolta agli amministratori, ex art. 2395 c.c.. Il tribunale affermava la necessità di individuare, al fine dell’applicabilità di tale disposizione, un preciso obbligo giuridico di verità da parte dell’ente, salvo poi propendere per l’irrelevanza di ogni valutazione circa la diretta applicabilità della “*peculiare disciplina di cui all’art. 94 t.u.f.*”, in quanto sussistevano obblighi di chiarezza e verità “*rafforzati in ragione del rigore delle relative disposizioni normative e delle previste modalità di controllo*”.

¹⁵¹ B. Mele, *In tema di qualità dell’informazione del sottoscrittore di quote di categoria nell’equity crowdfunding*, cit., p. 1000.

¹⁵² D. Stanzione, *La responsabilità da prospetto informativo della banca emittente tra norme speciali e clausole generali*, pp. 309.

salva sia l'ipotesi di rivolgere l'azione di responsabilità nei confronti degli amministratori ai sensi dell'art. 2476, comma 6, c.c.¹⁵³, che l'eventuale responsabilità dei soci che hanno concorso alla causazione del danno, ai sensi del comma successivo¹⁵⁴.

Alla tesi dell'inapplicabilità dell'art. 94, comma 8, t.u.f., si oppone la dottrina maggioritaria¹⁵⁵, attraverso una considerazione di rango costituzionale. In particolare, il citato alleggerimento dell'onere probatorio sarebbe rimedio posto a presidio del diritto dell'investitore *“all'integrità del proprio patrimonio e più specificatamente al diritto di determinarsi liberamente nello svolgimento dell'attività negoziale relativa al patrimonio, costituzionalmente garantito entro i limiti di cui all'art. 41 Cost.”*¹⁵⁶.

In altri termini, essendo la tutela del risparmio sorretta da principi costituzionali, l'applicabilità di un regime meno gravoso sul piano degli obblighi di *disclosure* non potrebbe comunque giustificare un sacrificio degli interessi del risparmiatore, e tantomeno un trattamento differenziato rispetto all'acquirente di strumenti emessi da una società quotata. Secondo tale interpretazione, la s.r.l. PMI che offre le sue quote nel portale di *crowdfunding*, essendo emittente di un'offerta ai sensi dell'art. 1, comma 1, lett. t), t.u.f., deve ritenersi in ogni caso destinataria di un obbligo di informazione “sufficiente” in favore dell'investitore, con conseguente applicazione del citato regime probatorio, in caso di danno derivante da violazione degli obblighi informativi.

¹⁵³ Cfr. Cassazione civile, 12 giugno 2007, n. 13766, in *Giurisprudenza italiana*, 2007, 2761, la quale afferma che *“costituisce danno diretto, che legittima la proposizione di un'azione individuale di responsabilità nei confronti degli amministratori, quello risentito nella propria sfera patrimoniale da chi, per effetto di una inveritiera rappresentazione di bilancio, abbia acquistato per un determinato prezzo azioni di una società aventi, in realtà, valore nullo”*.

¹⁵⁴ *“Sono altresì solidalmente responsabili con gli amministratori, ai sensi dei precedenti commi, i soci che hanno intenzionalmente deciso o autorizzato il compimento di atti dannosi per la società, i soci o i terzi”*.

¹⁵⁵ B. Mele, *In tema di qualità dell'informazione del sottoscrittore di quote di categoria nell'equity crowdfunding*, cit., p. 1001.

¹⁵⁶ Cassazione civile, 4 maggio 1982, n. 2765, disponibile in *De jure*.

2.8 Tutela diretta dell'investitore non professionale: recesso e revoca

Terminata l'analisi delle tutele sul piano informativo offerte dal Regolamento Consob, si rende necessario ricostruire i tratti fondamentali della protezione attiva dell'investitore non professionale. In particolare, la tutela "diretta" si estrinseca in due strumenti, quali: (i) il recesso dall'ordine di adesione, ai sensi dell'art. 13, comma 5, del regolamento; (ii) la revoca della proposta, prevista all'art 25, comma 2.

Quanto alla prima ipotesi, l'art. 13, comma 5, prevede un diritto potestativo di recesso, che presenta dei tratti comuni con lo *jus poenitendi*, disciplinato dall'art. 30, comma 6, t.u.f.¹⁵⁷, nonché dall'art. 67 *duodecies*, cod. cons.¹⁵⁸, entrambi inapplicabili al caso di specie¹⁵⁹.

Si rileva, infatti, come la *ratio* sottesa alla scelta dell'organo di regolamentazione sia quella di concedere all'investitore un arco temporale di sette giorni dall'ordine di adesione, per procedere ad una ponderazione quanto alla sua scelta di investimento ed, eventualmente, per esercitare tale facoltà, senza alcuna spesa e tramite una semplice comunicazione al gestore del portale¹⁶⁰.

¹⁵⁷ "L'efficacia dei contratti di collocamento di strumenti finanziari o di gestione di portafogli individuali conclusi fuori sede è sospesa per la durata di sette giorni decorrenti dalla data di sottoscrizione da parte dell'investitore. Entro detto termine l'investitore può comunicare il proprio recesso senza spese né corrispettivo al consulente finanziario abilitato all'offerta fuori sede o al soggetto abilitato; tale facoltà è indicata nei moduli o formulari consegnati all'investitore [...]".

¹⁵⁸ "Il consumatore dispone di un termine di quattordici giorni per recedere dal contratto senza penali e senza dover indicare il motivo. [...]".

¹⁵⁹ A. Blandini, *Servizi finanziari per via telematica e le prospettive del diritto societario online*, in *Banca borsa titoli di credito*, 2016, pp. 57 ss; A. Laudonio, *Equity-based crowdfunding: la protezione degli investitori nel prisma delle legislazioni europee e latino-americane*, in *Rivista delle società*, 2019, p. 1275.

¹⁶⁰ I. Capelli, *L'equity based crowdfunding e i diritto del socio*, cit., p. 9.

Gli effetti dell'esercizio del recesso sono regolati dall'art. 25, comma 3, del regolamento, il quale prescrive la restituzione integrale all'investitore delle somme trasferite in esito alla sottoscrizione dell'ordine¹⁶¹.

Ciò precisato, la questione più discussa in merito all'art. 13, comma 5, è certamente l'individuazione del *dies a quo*, il quale coincide con la data dell'ordine di adesione.

Per comprendere appieno il tema, occorre introdurre il principio di progressività nell'accesso all'investimento su portale. La gradualità dell'accesso si ricava, in particolare, dall'art. 15, comma 2, il quale introduce specifici strumenti tesi a “*rallentare la decisione di adesione*”¹⁶², subordinando la stessa alla consultazione delle informazioni di *investor education* predisposte dalla Consob, alla compilazione di un questionario volto alla dimostrazione della corretta conoscenza dei rischi connessi all'investimento e, infine, ad una dichiarazione di idoneità a sostenere l'eventuale perdita economica¹⁶³.

Analizzando il termine “ordine di adesione”, emerge come tale atto sia collocato *ex ante* rispetto non solo al perfezionamento dell'adesione all'acquisto della quota offerta sul portale, ma altresì al momento in cui il gestore procede alla valutazione di appropriatezza dell'investitore, e alla conseguente trasmissione dell'ordine alla società emittente¹⁶⁴. Tale soluzione ha destato critiche, in considerazione del fatto che il termine temporale di 7 giorni per l'esercizio del recesso deve ritenersi decorrente dalla ricezione da parte del gestore

¹⁶¹ È appena il caso di ricordare che il medesimo articolo regola anche l'ipotesi di mancato perfezionamento dell'offerta, nel caso in cui sia deliberato un aumento di capitale inscindibile.

¹⁶² Consob, *La qualità della regolazione nell'esperienza della Consob, Dalla misurazione degli oneri amministrativi al ciclo della valutazione. Il caso dell'equity crowdfunding*, S. Carbone, F. Fiamma, T. Marcelli, V. Mirra, D. Zaottini, 2016, p. 59.

¹⁶³ E. Macchiavello, *La travagliata evoluzione normativa dell'equity crowdfunding in Italia, il nuovo regolamento Consob e la prospettiva di regolazione del crowdfunding a livello europeo: una disciplina destinata a breve vita?*, in *Rivista diritto bancario*, 2018, pp. 154 ss.

¹⁶⁴ Art 13, comma 5 *bis*, Regolamento Consob n. 18592/2013.

dell'ordine; dunque, da un momento non solo anteriore al perfezionamento dell'adesione, ma che risulta, peraltro, di difficile conoscibilità¹⁶⁵.

A ciò si aggiunga l'evidente discrasia che distingue tale ipotesi di recesso dai casi di *ius poenitendi* previamente citati. Segnatamente, l'art. 30, comma 6, t.u.f., prevede come *dies a quo* la data di sottoscrizione da parte dell'investitore, mentre l'art. 67 *duodecies*, comma 3, cod. cons., evidenzia due possibili momenti, quali la data di conclusione del contratto o quella di ricezione da parte dell'investitore delle condizioni contrattuali e delle informazioni stabilite all'art. 67 *undecies*, cod. cons.

Ferme le critiche opponibili alle scelte regolatorie in esame, occorre analizzare il secondo strumento di tutela diretta dell'investitore *retail*, predisposto dal Regolamento Consob.

La revoca di cui all'art. 25, comma 2, Regolamento Consob, è un rimedio che si colloca in un momento successivo, ma parzialmente sovrapponibile, rispetto al recesso, ovvero tra la data di adesione all'offerta e il momento in cui l'offerta si è definitivamente chiusa, oppure, se successivo a quest'ultima, quello di avvenuta consegna degli strumenti finanziari.

Quanto ai presupposti soggettivi, tale facoltà è esercitabile nelle ipotesi in cui, entro i limiti temporali appena indicati, sopravvenga un fatto nuovo o sia rilevato errore materiale, concernenti le informazioni esposte sul portale, idonee ad influire sulla decisione dell'investimento. Anche in questo caso, il termine previsto è di 7 giorni e il *dies a quo* si individua nel momento in cui l'investitore perviene a conoscenza delle nuove informazioni¹⁶⁶. In ogni caso, si ritengono rilevanti, ai fini della revoca, solo le circostanze sopravvenute o gli errori che rivelano una “*capacità di incidere in maniera determinante sulla consapevole assunzione della decisione di investimento*”¹⁶⁷.

¹⁶⁵ A. Laudonio, *Equity-based crowdfunding: la protezione degli investitori nel prisma delle legislazioni europee e latino-americane*, cit., p. 1277.

¹⁶⁶ M. L. Vitali, *Equity crowdfunding: la nuova frontiera della raccolta del capitale di rischio*, in *Rivista delle società*, 2014, p. 396.

¹⁶⁷ A. Laudonio, *Equity-based crowdfunding: la protezione degli investitori nel prisma delle legislazioni europee e latino-americane*, cit., p. 1279.

Per concludere, quanto agli effetti della revoca, è sufficiente sottolineare come anche tale materia sia regolata dall'art. 25, comma 3, Regolamento Consob.

2.9 Diritti di *exit* del socio *crowdfunder*

Proseguendo nell'indagine sulla posizione dei “soci-investitori” *crowdfunders*, non può ignorarsi un profilo di vulnerabilità di questi ultimi, derivante dall'illiquidità del loro investimento, che si traduce in una difficoltà di *exit* dalla società¹⁶⁸. Di conseguenza, il regolatore ha avvertito l'esigenza di individuare una forma di tutela c.d. “indiretta”, volta ad assicurare il diritto di *way-out* ai soci *crowdfunders*.

In particolare, si rileva un duplice obbligo: (i) il primo in capo alla società emittente, la quale è obbligata a riconoscere alternativamente un diritto di co-vendita, di recesso o di riscatto, nell'ipotesi in cui, entro 3 anni dall'entrata nella compagine sociale del nuovo socio, il controllo sia trasferito a terzi¹⁶⁹; (ii) il secondo, in capo al gestore del portale, tenuto ad una verifica sull'effettivo inserimento di tali clausole statutarie¹⁷⁰.

La *ratio* sottesa a tale norma regolamentare è costituita dalla volontà di tutelare il carattere fiduciario del rapporto intercorrente tra “soci-investitori” e soci fondatori, titolari del controllo, attraverso il riconoscimento di un *way-out* ai primi, nell'ipotesi in cui vi sia un trasferimento del potere di *governance* della società¹⁷¹. Peraltro, la rilevanza di tale presidio emerge in modo ancor più chiaro in relazione a soci privati dei diritti di *voice*, che non partecipano alla vita

¹⁶⁸ S. Corso, *Op. cit.*, p. 242.

¹⁶⁹ È rilevante sottolineare che l'art. 24, comma 1, lett. a), del Regolamento Consob, qualifica l'inserimento di tali clausole statutarie come condizioni di ammissibilità dell'offerta.

¹⁷⁰ M. L. Vitali, *Equity crowdfunding: la nuova frontiera della raccolta del capitale di rischio*, cit., pp. 396 ss.

¹⁷¹ E. Fregonara, *La struttura finanziaria delle s.r.l. innovative e il loro finanziamento*, in *Giurisprudenza italiana*, 2021, p. 2018.

societaria e per i quali, dunque, gli strumenti di *exit* potrebbero costituire una valida alternativa ai poteri in materia gestoria¹⁷².

Procedendo con l'analisi delle questioni problematiche attinenti alla tutela indiretta del socio *crowdfunder*, occorre, anzitutto, rilevare come non solo la scelta fra le diverse clausole previste dal Regolamento Consob sia in capo alla società emittente, ma anche come la stessa sia dotata di discrezionalità quanto alla determinazione delle condizioni di attivazione e delle concrete modalità di esercizio del diritto di *exit*. Nella consapevolezza di tali criticità, e al fine di assicurare una tutela adeguata al socio, la Consob ha affidato al gestore del portale il controllo, antecedente alla pubblicazione dell'offerta, circa la previsione delle suddette clausole, e altresì, le modalità e le condizioni di esercizio di tali facoltà, che dovranno essere descritte nel documento di offerta¹⁷³.

Quanto al presupposto per l'esercizio del potere di uscire dalla compagine sociale, preme individuare in cosa consiste il trasferimento del controllo della società. L'art. 2, comma 1, lett. f), Regolamento Consob, definisce il controllo come *“l'ipotesi in cui un soggetto, persona fisica o giuridica, ovvero più soggetti congiuntamente, dispongano, direttamente o indirettamente, anche tramite patti parasociali, della maggioranza dei voti esercitabili nell'assemblea ordinaria ovvero dispongono di voti sufficienti per esercitare un'influenza dominante nell'assemblea ordinaria”*.

Ferma tale definizione, occorre, tuttavia, sottolineare come il richiamo all'assemblea ordinaria non appaia sempre risolutivo in relazione al controllo delle società a responsabilità limitata. In particolare, l'esistenza di diritti particolari in materia di *governance*, che siano assegnati *ad personam* o *ad quotam*, potrebbe influenzare significativamente la distribuzione fra i soci del potere decisionale, mutando anche in modo rilevante i calcoli del *quorum*¹⁷⁴. Pensiamo alla circostanza nella quale un socio, titolare di partecipazione minoritaria, abbia un'influenza determinante sulle decisioni assembleari attraverso l'esercizio di un diritto particolare di natura amministrativa, riconosciutogli dallo statuto. In questo caso, il trasferimento della sua

¹⁷² S. Corso, *Op. cit.*, pp. 256 ss.

¹⁷³ S. Corso, *Op. cit.*, p. 244.

¹⁷⁴ E. Fregonara, *La struttura finanziaria delle s.r.l. innovative e il loro finanziamento*, cit., p. 2018.

partecipazione, o anche l'eliminazione di tale diritto particolare, potrebbe determinare una modificazione del controllo societario, pur rimanendo invariata la titolarità della partecipazione di maggioranza.

D'altro canto, il trasferimento da parte di un socio di una partecipazione, pari al 50% del capitale sociale, non necessariamente comporta un trasferimento del controllo. Emblematica, in tal senso, una presa di posizione della giurisprudenza, secondo cui *“non è da considerarsi trasferimento del controllo, ai fini della interpretazione della clausola di prelazione di una società, il trasferimento da parte di un socio persona fisica del 50% di una s.r.l., in quanto è estranea alla posizione di controllo la situazione del socio titolare di un mero diritto di veto: il socio che può impedire all'altro o agli altri di assumere determinate decisioni non controlla la società, perché, all'opposto, il controllo è integrato dal potere di chi ne sia titolare di imporre agli altri soci le proprie scelte. Riprova evidente dell'assenza di controllo in capo al socio al 50 % di s.r.l., specie quando lo statuto sociale prevede, come nel caso di specie, un quorum deliberativo pari alla maggioranza del capitale sociale, è che l'ipotesi di scioglimento delle società di capitali per impossibilità di funzionamento dell'assemblea ex art. 2484 n. 3) c.c., si verifica proprio, quasi sempre, in questi casi. E l'impossibilità di funzionamento dell'assemblea è segno inequivocabile della mancanza di controllo da parte di uno dei soci”*¹⁷⁵.

Una soluzione prospettata in dottrina, al fine di individuare una nozione di controllo nella s.r.l., muove dall'analisi dell'art. 2479, comma 1 e 4, c.c.. In particolare, si dovrebbero considerare i casi in cui inderogabilmente l'organo amministrativo è tenuto a rimettere all'assemblea le decisioni su atti di gestione o su altri argomenti di regola oggetto della competenza degli amministratori. In tali casi, dunque, dovrebbe individuarsi il controllo in capo al socio che disponga della *“maggioranza assoluta dei voti o di quella più elevata percentuale indicata nell'atto costitutivo”*¹⁷⁶.

¹⁷⁵ Tribunale di Milano, 24 luglio 2018, massima a cura di C. Savoldi, disponibile in www.giurisprudenzadelleimprese.it.

¹⁷⁶ R. Weigmann, *Verso una definizione di s.r.l. controllata*, in *Rivista delle società*, 2014, p. 34.

Tuttavia, in assenza di una consolidata dottrina sul punto, l'interprete non può ignorare come il tema presenti alcuni profili di ambiguità che rendono necessaria, al fine di individuare controllo della s.r.l., una puntuale analisi dei poteri concretamente assegnati ai singoli soci.

A ciò si aggiunga che, stando al tenore letterale dell'art. 24, rilevante ai fini dell'*exit* del "socio-investitore" è la sola ipotesi di trasferimento del controllo a terzi; non dovrebbe, dunque, rilevare il trasferimento in favore di altri soci, anche sottoscrittori di quote mediante i portali¹⁷⁷. Tale soluzione sembra, però, porsi in aperto contrasto con la *ratio* sottesa alla norma regolamentare: infatti, l'assunzione del controllo da parte di un socio differente dal fondatore, e pensiamo, in particolare, all'ipotesi in cui il nuovo controllante sia un "socio-investitore" precedentemente estraneo alla gestione societaria, incide sensibilmente sul carattere fiduciario che connota il rapporto intercorrente fra socio fondatore e *crowdfunder*.

Giungendo, ora, all'analisi delle singole clausole che garantiscono una possibile *way-out* al socio, occorre sottolineare come il diritto di recesso sia istituito ampiamente dibattuto da giurisprudenza e dottrina. Per contro, questioni maggiormente problematiche sono poste dalle clausole di riscatto e da quelle di *tag-along*.

Quanto alle prime, trattasi di strumenti inizialmente diffusi soprattutto all'estero e che solo successivamente si sono diffusi nel nostro ordinamento, al fine di assicurare una via d'uscita dall'investimento¹⁷⁸. La prassi notarile riconosce la validità di clausole statutarie "*che attribuiscono ai soci di società a responsabilità limitata o ad alcuni di essi il diritto di riscattare in tutto o in parte le partecipazioni di altri soci*"¹⁷⁹. Tuttavia, la legittimità di tali previsioni si ritiene subordinata a due elementi, quali: (i) l'equa valorizzazione delle partecipazioni sociali prevista nei casi di recesso legale (art. 2473, comma 3, c.c.); (ii) il riconoscimento di tale diritto/potere solamente al ricorrere di presupposti determinati, o per un termine temporale definito¹⁸⁰.

¹⁷⁷ E. Fregonara, *La struttura finanziaria delle s.r.l. innovative e il loro finanziamento*, cit., p. 2018.

¹⁷⁸ S. Corso, *Op. cit.*, p. 246.

¹⁷⁹ Consiglio notarile di Milano, massima n. 153 - *Riscattabilità delle quote della s.r.l.*, 2016.

¹⁸⁰ L. Salvatore, *Diritti particolari del socio: i diritti patrimoniali*, in *Srl: pratica, casi e crisi. Atti del Convegno Roma, 2009 – I Quaderni della fondazione italiana del notariato*, 2009, pp. 38 ss.; G. Zanarone, *Art. 2473-bis*,

Nel caso in esame, non sembrano emergere profili di arbitrarietà tali da rendere nulla la clausola di riscatto. Si rilevi, infatti, come non solo la condizione per l'attivazione del diritto sia predeterminata (peraltro non dallo statuto, ma dallo stesso Regolamento Consob), ma, peraltro, vi sia anche un preciso termine temporale previsto dall'art. 24.

Maggiore approfondimento merita la clausola di co-vendita. Pur non essendo dotata di una struttura tipizzata, lo schema consolidato nella prassi è il seguente: ove il socio di controllo sia intenzionato a cedere la sua partecipazione, deve permettere ai soci di minoranza di vendere le proprie quote, alle medesime condizioni oggetto dell'accordo con l'acquirente. Qualora non vi fosse la volontà di quest'ultimo di acquistare anche le quote minoritarie, il socio di controllo non potrebbe vendere la sua partecipazione. In ogni caso, l'efficacia dell'operazione è sospesa in attesa della decisione di accomodamento dei soci minoritari, titolari di un diritto potestativo, in quanto legittimati a scegliere se vendere o meno la loro quota a tali condizioni¹⁸¹.

Da un'analisi degli elementi essenziali di tale clausola, emerge un duplice interesse in capo al socio minoritario, il quale può, anzitutto, uscire dalla compagine sociale nell'ipotesi di trasferimento del controllo a soggetto non gradito e, in secondo luogo, trarre vantaggio da una migliore valutazione economica della partecipazione detenuta. Sotto questo secondo profilo, poi, si evidenzia un vantaggio convergente del socio "trascinatore", il quale può sfruttare un'accresciuta forza negoziale, in ragione della possibilità di offrire all'acquirente un potere di *governance* connotato dalla neutralizzazione di prerogative dei soci di minoranza¹⁸².

Ferme tale premesse, e come già accennato, la clausola di *tag-along* presenta una serie di profili problematici.

in *Il Codice Civile. Commentario*, fondato e già diretto da P. Schlesinger, Milano, 2010, pp. 853 ss; M. Cian, *Art. 2473-bis, in S.r.l. – Commentario dedicato a G.B. Portale*, a cura di A.A. Dolmetta e G. Presti, Milano, 2011, p. 499.

¹⁸¹ E. Fregonara, *La struttura finanziaria delle s.r.l. innovative e il loro finanziamento*, cit., p. 2019.

¹⁸² P. Divizia, *Clausole statutarie di covendita e trascinamento*, in *Notariato*, 2009, p. 158; L. De Matteis, *La clausola di trascinamento inserita nello statuto di una società a responsabilità limitata e criteri redazionali*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2017, pp. 643 ss.

In primo luogo, la discussione dottrinale in ordine alla natura obbligatoria o reale di tale clausola risulta qui irrilevante¹⁸³, stante la sua obbligatoria introduzione nello statuto della società, che ha come corollario l'efficacia *erga omnes* della stessa. In ragione del tenore letterale dell'art. 24, Regolamento Consob, si dovrebbe, pertanto, escludere la possibilità alternativa di riconoscere il diritto di *exit* mediante previsione contenuta in patti parasociali¹⁸⁴.

Si evidenzia, dunque, l'opponibilità della clausola nei confronti della società e dei suoi amministratori, i quali non possono ritenere valido il trasferimento della partecipazione in violazione del diritto di *exit* dei soci-investitori. Tuttavia, l'attività di verifica della validità del titolo di trasferimento da parte dell'organo amministrativo può rendersi complessa, e ciò in ragione dell'intervento del legislatore che, con l. 28 gennaio, n. 2, ha eliminato per le s.r.l. la tenuta obbligatoria del libro dei soci. Di qui il suggerimento di parte della dottrina, nell'ipotesi di inserimento di clausole di co-vendita o di trascinarsi, di prevedere statuarmente la tenuta di tale documento, unitamente ad un obbligo in capo al cessionario che richiede l'iscrizione nel libro dei soci di produrre il suo titolo di acquisto¹⁸⁵.

Ulteriore questione problematica attiene alla modalità di assegnazione del diritto di co-vendita al "socio-investitore". Tale diritto può certamente essere assegnato oggettivamente alle quote appartenenti ad una determinata categoria¹⁸⁶; ed anzi, la suddetta tecnica si rivela coerente ove la finalità sia quella di aprire la compagine sociale ad una platea di soci, titolari di quote standardizzate sia quantitativamente che qualitativamente.

¹⁸³ P. Divizia, *Clausole statutarie di covendita e trascinarsi*, cit., p. 159.

¹⁸⁴ S. Corso, *Op. cit.*, p. 248.

¹⁸⁵ P. Divizia, *Le clausole di tag e drag along*, Milano, 2013, p. 201; L. De Matteis, *La clausola di trascinarsi inserita nello statuto di una società a responsabilità limitata e criteri redazionali*, cit., p. 648.

¹⁸⁶ E. Fregonara, *La struttura finanziaria delle s.r.l. innovative e il loro finanziamento*, cit., p. 2019; S. Corso, *Op. cit.*, p. 248.

Tuttavia, secondo la dottrina, l'assegnazione *ad personam* del diritto di *tag-along* costituirebbe una legittima alternativa, in ragione del carattere atipico dei diritti particolari, “*con ciò integrandosi un vero e proprio exit right particolare*”¹⁸⁷.

Fermo il riconoscimento di tale possibilità, non dovrebbero però ignorarsi le diverse conseguenze, sul piano della circolazione dei diritti, derivanti dalla scelta della società. In particolare, nell'ipotesi di assegnazione *ad personam*, in caso di successiva alienazione della quota (entro il termine di 3 anni dall'acquisto), il diritto di *exit* dovrebbe dirsi estinto. Per contro, nel caso di assegnazione *ad quodam*, si dovrebbe riconoscere all'acquirente della partecipazione un diritto di *tag-along* (sempre in caso di trasferimento del controllo a terzi), la cui *ratio* si fonda, in realtà, sul carattere fiduciario che connotava il rapporto intercorrente fra *ex socio crowdfunder* e socio di controllo.

Per concludere, interessante è il dibattito dottrinale attinente al coordinamento fra il diritto di *exit*, imposto dal Regolamento Consob, e la possibilità per la s.r.l. di prevedere, in caso di partecipazioni intrasferibili o la cui trasferibilità sia sottoposta ad una clausola di mero gradimento, un termine “*non superiore a due anni [...] dalla sottoscrizione della partecipazione, prima del quale il recesso non può essere esercitato*”¹⁸⁸.

Di regola, tale limite alla circolazione delle partecipazioni è imposto alla parte di compagine sociale che partecipa attivamente all'attività gestoria, con il fine di mantenere stabili gli assetti proprietari della società. Evidenziando tale *ratio*, si può immediatamente notare come la stessa sia convergente a quella sottesa al diritto di uscire dalla società, obbligatoriamente riconosciuto al socio *crowdfunder*, nell'ipotesi di trasferimento del controllo. In quest'ottica, parte della dottrina propone un'interpretazione integrativa della norma in esame, suggerendo la possibile applicazione del termine triennale, previsto dal Regolamento Consob, anche per quanto attiene alla sospensione del diritto di recesso del socio titolare di quote non trasferibili¹⁸⁹.

¹⁸⁷ P. Divizia, *Op. cit.*, p. 201

¹⁸⁸ Art. 2469, comma 2, c.c.

¹⁸⁹ E. Fregonara, *La struttura finanziaria delle s.r.l. innovative e il loro finanziamento*, cit., pp. 2021 ss.

2.10 Schema riassuntivo Capitolo 2

Di seguito, si propone uno schema riassuntivo dei diritti del “socio-investitore” e *crowdfunder*, nonché delle norme poste a sua tutela.

- In caso di emissione di nuove quote, il diritto di sottoscrizione del socio è esteso a tutte le quote, indipendentemente dall'appartenenza alla medesima categoria delle quote già detenute (salvo che sia diversamente disposto dallo statuto);
- Insopprimibilità del diritto di recesso ai sensi dell'art. 2481 bis, comma 1, c.c., in caso di aumento di capitale mediante offerta di quote di nuova emissione a terzi.
- In caso di decisione pregiudizievole per le quote di categoria, si applica in via analogica l'art. 2376 c.c.;
- Esclusione del potere di impugnazione delle delibere assembleari, in applicazione dell'art. 2377 c.c.. Permane la tutela costituita dall'azione risarcitoria per il danno cagionato dalla deliberazione non conforme alla legge o allo statuto (art. 2377, comma 5, c.c.);
- La legittimazione all'esercizio dell'azione di responsabilità contro gli amministratori è subordinata all'applicazione dell'art. 2393 *bis* c.c.;
- Possibile esclusione del potere di controllo, salvo il limite inderogabile dato dal diritto di ispezionare il libro delle decisioni dei soci;
- Nel caso in cui sia escluso il diritto di controllo ex art. 2476 c.c., comma 2, c.c., diviene obbligatoria la nomina di un organo di controllo;
- In caso di esclusione del diritto di controllo non operano gli artt. 2476 e 2483, comma 2, c.c.;
- Applicazione della tutela risarcitoria “rafforzata” di cui all'art. 94, comma 8, t.u.f.;
- Diritto di recesso dall'ordine di adesione (art 13, comma 5, Regolamento Consob) e diritto di revoca della proposta (art. 25, comma 2, Regolamento Consob);
- Diritto di *exit* (recesso, riscatto o *tag along*) in caso di trasferimento a terzi del controllo della società, entro 3 anni dall'entrata nella compagine sociale (art 24 Regolamento Consob);

3. Capitolo 3 - Circolazione delle partecipazioni e possibile creazione di un mercato secondario

3.1 Crowdfunding e quote “dematerializzate”

Come anticipato nella parte introduttiva del presente scritto, il d.lgs. 129/2017 ha esteso a tutte le s.r.l. PMI l'applicabilità dell'art. 100 *ter*, comma 2 *bis*, t.u.f., il quale introduce una forma di intestazione e di circolazione “intermediata” delle quote di partecipazione, purché offerte tramite i portali di *crowdfunding*, alternativa a quelle previste dall'art. 2470 c.c. e dall'art. 36, comma 1 *bis*, d.l. 25 giugno 2008, n. 112.

In sintesi, gli elementi essenziali di tale meccanismo sono i seguenti: (i) l'intestazione avviene per il tramite di un intermediario, il quale risulta iscritto nel Registro delle imprese come titolare per conto di terzi; (ii) l'effettivo sottoscrittore della quota rimane anonimo; (iii) la legittimazione all'esercizio dei diritti sociali è riconosciuta in capo al sottoscrittore, che presenti una certificazione rilasciata dall'intermediario; (iv) in caso di successiva alienazione, la circolazione della quota avviene mediante semplice annotazione nei registri dell'intermediario, senza alcuna evidenza nel Registro delle imprese.

La finalità di tale novella legislativa emerge già dalla Relazione al d.d.l. di conversione del d.l. n. 179/2012, il quale, seppur in riferimento alle start-up innovative, prospettava un regime in grado di rendere più semplice e meno onerosa non solo la costituzione di tali società, ma anche “*il relativo sviluppo*”¹⁹⁰, in questo caso, attraverso una riduzione dei costi di circolazione. Inoltre, emblematica è la nota del MISE¹⁹¹, data 27 marzo 2015 e relativa al nuovo regime di circolazione delle partecipazioni, la quale sottolinea le finalità di “*facilitazione e fluidificazione del trasferimento*”, palesando, dunque, l'obiettivo di incentivare la costruzione di un efficiente

¹⁹⁰ Relazione al d.d.l. del Senato, n. 3533, p. 5, disponibile al sito www.senato.it.

¹⁹¹ *Scheda di sintesi della policy a sostegno delle PMI innovative*, disponibile al sito www.mise.gov.it.

mercato secondario delle quote¹⁹², incrementando in tal modo l'attrattività del prodotto finanziario emesso sul mercato primario.

In ogni caso, l'adozione di tale opzione documentale, applicabile solo in caso di offerta al pubblico mediante i portali *crowdfunding*, è solo eventuale. La decisione parrebbe affidata, anzitutto, all'emittente, e, in secondo luogo, allo stesso sottoscrittore, il quale dev'essere opportunamente informato di tale facoltà¹⁹³; in caso di richiesta proveniente da quest'ultimo, la società è tenuta a predisporre il sistema di intestazione intermediata¹⁹⁴.

Ancora in via preliminare, occorre sottolineare come il legislatore, pur avendo adottato un sistema in larga parte ispirato alla dematerializzazione delle azioni¹⁹⁵, abbia invero omesso l'identificazione di un puntuale regime sul piano circolatorio. In altri termini, la documentazione della quota di s.r.l. risulta "*descritta, ma, fondamentale, non disciplinata*"; pertanto, tale lacuna normativa lascia all'interprete il compito di raccordare l'art. 100 *ter* alle disposizioni di cui agli artt. 2468 ss. del codice.

3.2 Intestazione intermediata delle quote di s.r.l. PMI

L'art. 100 *ter* presenta alcune ambiguità quanto all'attribuzione della titolarità della quota. Si noti, infatti, come la lett. b), comma 2-*bis*, di tale disposizione, identifichi la titolarità di soci

¹⁹² A. Dentamaro, *Apertura della s.r.l. PMI tra divieto di rappresentazione delle quote ex art. 2468, comma 1, c.c., e tutela dell'investitore*, cit., p. 177; M. Cian, *L'intestazione intermediata delle quote di s.r.l. PMI: rapporto societario, regime di circolazione*, in *Le nuove leggi civili commentate*, 2018, p. 1260.

¹⁹³ P. Reviglione, *Sottoscrizione e trasferimento delle partecipazioni sociali nelle P.M.I. costituite in forma di s.r.l.*, in *Rivista Diritto Societario*, 2019, p. 620.

¹⁹⁴ M. Cian, *L'intestazione intermediata delle quote di s.r.l. PMI: rapporto societario, regime di circolazione*, cit., p. 1261.

¹⁹⁵ Pur mancando, in questo caso, un sistema contabile a doppio livello.

per conto di terzi in capo all'intermediario¹⁹⁶; per contro, il n. 2 della medesima lettera sembra attribuire la titolarità direttamente al sottoscrittore¹⁹⁷.

Sul punto si rilevano teorie dottrinali fra loro opposte e che saranno di seguito approfondite.

Una prima tesi giustifica le sue conclusioni partendo da un'analisi dei rapporti intercorrenti tra sottoscrittore e intermediario, così come delineati dal comma 2 *bis*, ovvero: (i) l'intermediario effettua la sottoscrizione in nome proprio e per conto dei sottoscrittori delle quote, che abbiano aderito all'offerta tramite portale *crowdfunding*, “*tenendo adeguata evidenza dell'identità degli stessi e delle quote possedute*”; (ii) l'intermediario rilascia al sottoscrittore un attestato “*comprovante la titolarità delle quote*”; (iii) i sottoscrittori possono richiedere l'alienazione delle quote mediante semplice annotazione nei registri dell'intermediario; (iv) i sottoscrittori possono, in ogni momento, richiedere l'intestazione diretta. Il legislatore qualifica tale rapporto come mandato, volto all'ottenimento da parte dell'intermediario delle condotte sopra elencate.

Sulla base delle considerazioni sopra esposte, la teoria in esame riconduce tale rapporto al modello dell'intestazione fiduciaria, individuando, dunque, una scissione fra la titolarità formale della quota, che spetta al fiduciario (intermediario), e titolarità sostanziale, in capo al sottoscrittore (o all'acquirente, in caso di successiva alienazione)¹⁹⁸. In particolare, la legge identifica puntualmente gli obblighi e le prerogative in capo all'intermediario, al quale non compete la gestione e l'amministrazione delle quote, non potendo quest'ultimo esercitare alcun diritto sociale. Tale soggetto, infatti, è coinvolto solo con riferimento al rilascio del documento di legittimazione, nonché all'annotazione nei propri registri dell'eventuale alienazione della partecipazione.

¹⁹⁶ “*entro i trenta giorni successivi alla chiusura dell'offerta, gli intermediari abilitati depositano al registro delle imprese una certificazione attestante la loro titolarità di soci per conto di terzi, sopportandone il relativo costo [...]*”

¹⁹⁷ “*rilascino, a richiesta del sottoscrittore o del successivo acquirente, una certificazione comprovante la titolarità delle quote*”

¹⁹⁸ I. Capelli, *L'equity based crowdfunding e la c.d. dematerializzazione delle quote di s.r.l.*, in *Osservatorio del diritto civile e commerciale*, 2016, p. 545.

In aggiunta, si evidenzia l'esistenza di una netta differenza tra il sistema in esame e la gestione accentrata di azioni dematerializzata, ove i titolari dei conti tenuti presso gli intermediari risultano iscritti nel libro dei soci. Alla luce di tale discrasia, si segnala un'interessante tesi dottrinale, che rileva un'analogia fra l'intestazione intermediata delle quote di s.r.l. PMI e il sistema statunitense di gestione delle azioni depositate in custodia e amministrazione presso intermediari¹⁹⁹. Quest'ultimo è connotato dal fatto che sono gli intermediari a risultare iscritti nel libro dei soci, mentre gli azionisti si qualificano come *beneficial owners*, ai quali spetta, nonostante l'intermediazione, l'esercizio dei diritti sociali, anche mediante delega²⁰⁰. Tuttavia, mentre in tale sistema il *beneficial owners* è legittimato a negare la propria identificazione alla società emittente²⁰¹, nel nuovo regime, introdotto nel nostro ordinamento, l'intermediario non può rifiutarsi di fornire le informazioni necessarie ai fini dell'individuazione dell'effettivo titolare delle quote²⁰².

Avverso la tesi sin qui esposta sono state mosse convincenti critiche. Anzitutto, si osservi come la fiducia dovrebbe realizzarsi solo nelle circostanze in cui si consente ad altri, e si impedisce a sé stessi, l'esercizio di poteri formali attinenti a propri interessi. La componente fiduciaria risiede nell'aspettativa che l'affidatario eserciti tali poteri conformemente agli interessi del fiduciante. Tale regime, dunque, non potrebbe che implicare l'esercizio discrezionale da parte del fiduciario delle prerogative assegnategli, nell'interesse dell'effettivo titolare del bene²⁰³.

Ebbene, nel sistema sin qui descritto, i poteri assegnati dal mandato all'intermediario non includono, come già sottolineato, alcun potere di amministrazione, gestione, alienazione della

¹⁹⁹ N. De Luca, *Crowdfunding e quote «dematerializzate» di s.r.l.? Prime considerazioni*, in *Le nuove leggi civili commentate*, 2016, pp. 3 ss.

²⁰⁰ D. Latella, *Il sistema statunitense di circolazione delle «investment securities» nella disciplina dell'art. 8, uniform commercial code*, in *Banca, borsa, titoli di credito*, 2003, pp. 762 ss.

²⁰¹ Si parla, a tal proposito, di *hidden ownership*.

²⁰² N. De Luca, *Crowdfunding e quote «dematerializzate» di s.r.l.? Prime considerazioni*, cit., p. 5.

²⁰³ P. Reviglione, *Sottoscrizione e trasferimento delle partecipazioni sociali nelle P.M.I. costituite in forma di s.r.l.*, cit., pp. 619 ss.

quota, né alcuna prerogativa quanto all'esercizio di diritti sociali. Ne conviene, dunque, l'impossibilità di ravvisare i caratteri propri del fenomeno fiduciario.

Inoltre, stante la legittimazione all'esercizio dei diritti sociali, saldamente in capo al sottoscrittore, dovrebbe escludersi una sorta di dissociazione fra titolarità e legittimazione. Di conseguenza, l'incarico in capo all'intermediario non può che descriversi come ruolo di mera conservazione e gestione documentale²⁰⁴.

Ancora, l'indicazione nel Registro delle imprese, prescritta dalla lett. b), comma 2-*bis*, non ha alcun valore di attribuzione patrimoniale all'intermediario, ed anzi, si risolve in un mero rinvio ai dati contabili tenuti da quest'ultimo. A ben vedere, la stessa indicazione "per conto di terzi" è finalizzata a rivelare alla stessa società emittente l'estraneità dell'intermediario rispetto sia alla legittimazione, che alla titolarità della quota.

Ciò precisato, occorre analizzare una possibile implicazione derivante dal regime di intestazione intermediata. Si pensi all'ipotesi in cui vi sia un soggetto, già titolare di una partecipazione intestata direttamente, il quale sottoscrive un aumento di capitale realizzato mediante piattaforma *crowdfunding*, e accede al regime sin qui descritto. In tale circostanza, l'acquirente figurerebbe come socio, indicato nel Registro delle imprese, quanto alla prima partecipazione, e, al contempo, referente di un'intestazione intermediata. È, dunque, inevitabile l'interrogativo sulla possibile interferenza fra il duplice regime documentale e il principio di unitarietà della partecipazione²⁰⁵.

Ai fini della risoluzione del quesito, occorre riprendere quanto già affermato circa il superamento del principio di unicità della partecipazioni, per le sole s.r.l. PMI, e solamente nell'ipotesi di serializzazione delle quote. Partendo da tale osservazione, nell'ipotesi di standardizzazione, il socio potrebbe dirsi titolare di una pluralità delle quote, con le conseguenze che ne derivano, a titolo esemplificativo, in materia di voto disgiunto o di recesso parziale.

²⁰⁴ M. Cian, *L'intestazione intermediata delle quote di s.r.l. PMI: rapporto societario, regime di circolazione*, cit., p. 1264.

²⁰⁵ M. Cian, *L'intestazione intermediata delle quote di s.r.l. PMI: rapporto societario, regime di circolazione*, cit., pp. 1265 ss.

Per contro, nell'ipotesi inversa, il principio sopra citato continuerebbe ad operare, comportando, nell'ipotesi di acquisto di ulteriori quote, un mero incremento della misura dell'unica partecipazione detenuta.

Tuttavia, il duplice regime di intestazione potrebbe causare problemi sul piano della conoscibilità dei soci titolari di quote "dematerializzate". Infatti, la società, di regola, sembrerebbe poter pervenire a conoscenza di tali soggetti solo all'atto di esercizio di diritto sociali; il principio di unitarietà risulterebbe, dunque, di difficile applicazione, nell'ipotesi in cui, a titolo esemplificativo, il socio decida di recedere in relazione alla prima partecipazione, rimanendo, purtuttavia, titolare della quota "dematerializzata".

Parte della dottrina ha, invero, affermato che l'intermediario sarebbe tenuto a rivelare i nominativi dei "terzi", per conto dei quali lo stesso risulta iscritto come socio nel Registro delle imprese, e ciò al fine di garantire il generale principio di trasparenza enucleato dall'art. 2470 cc.²⁰⁶. A ben vedere, anche ove si aderisse a tale considerazione, non potrebbe comunque ignorarsi il difficoltoso onere, in capo alla società, di richiedere informazioni in caso di sospetto di quote, per così dire, nascoste in capo al socio.

3.3 Legittimazione all'esercizio dei diritti

Con particolare riferimento alla legittimazione all'esercizio dei diritti, si evidenzia, infatti, come l'avvicinamento dei due regimi sia palesato dall'analisi delle due norme fondamentali in materia. L'art. 100 *ter*, comma 2 *bis*, lett. b), n.2, t.u.f., prevede, su richiesta del sottoscrittore, il rilascio di una certificazione che, oltre a fornire prova della titolarità della quota, è finalizzata alla legittimazione per l'esercizio dei diritti sociali.

Quanto alla gestione accentrata di azioni dematerializzate, l'art. 83 *quinquies* t.u.f., evidenzia, in favore del titolare del conto tenuto dall'intermediario, una "*legittimazione piena ed esclusiva all'esercizio dei diritti relativi agli strumenti finanziari in esso registrate*", la quale "*è attestata dall'esibizione di certificazioni o da comunicazioni all'emittente, rilasciate o effettuate dagli intermediari*".

²⁰⁶ N. De Luca, *Crowdfunding e quote «dematerializzate» di s.r.l.? Prime considerazioni*, cit., p. 5.

Si può, dunque, evidenziare come, pur nell'esistenza di una divergenza fra i due meccanismi di legittimazione, non essendo applicabile all'intestazione intermediata delle quote l'alternativa della comunicazione dell'intermediario in favore dell'ente, sia prevista in entrambi i casi una certificazione con identica funzione.

Dato conto di tale simmetria, occorre interrogarsi sulla natura della certificazione di cui all'art. 100 *ter*. La dottrina è unanime nell'identificare tale documento come puro e unico titolo di legittimazione; in altri termini, il possesso dello stesso è condizione necessaria e sufficiente per l'esercizio dei diritti sociali²⁰⁷.

Ricordiamo, dunque, che tale certificato non è trasferibile, nemmeno in via temporanea e a qualsiasi titolo, a terzi e, in aggiunta, non costituisce strumento di trasferimento della titolarità della quota. Tale conclusione è resa necessaria non solo dalla scelta terminologica del legislatore, che, appunto, parla di puro titolo di legittimazione, ma altresì dal divieto, imposto alle s.r.l., di incorporare le quote in titoli di credito²⁰⁸.

Invero, l'assoluto divieto di trasferimento suscita qualche critica, in quanto sembrerebbe essere preclusa anche la possibilità per il socio di farsi rappresentare in assemblea. Si segnala, infatti, come parte della dottrina suggerisca un'interpretazione conforme all'art. 2479-*bis*, comma 2, c.c.²⁰⁹, ammettendo, su richiesta del socio, il rilascio di apposita certificazione intestata al rappresentante designato, in relazione alla specifica assemblea²¹⁰.

A questo punto dell'analisi, emergono due divergenze sostanziali fra il regime oggetto di trattazione e la gestione accentrata di azioni dematerializzate.

²⁰⁷ N. De Luca, *Crowdfunding e quote «dematerializzate» di s.r.l.? Prime considerazioni*, cit., p. 5.; I. Capelli, *L'equity based crowdfunding e la c.d. dematerializzazione delle quote di s.r.l.*, cit., p. 555; P. Reviglioni, *Sottoscrizione e trasferimento delle partecipazioni sociali nelle P.M.I. costituite in forma di s.r.l.*, cit., pp. 625 ss.

²⁰⁸ M. Cian, *L'intestazione intermediata delle quote di s.r.l. PMI: rapporto societario, regime di circolazione*, cit., p. 1267.

²⁰⁹ "Se l'atto costitutivo non dispone diversamente, il socio può farsi rappresentare in assemblea e la relativa documentazione è conservata secondo quanto prescritto dall'articolo [2478](#), primo comma, numero 2)".

²¹⁰ N. De Luca, *Crowdfunding e quote «dematerializzate» di s.r.l.? Prime considerazioni*, cit., p. 7.

In primo luogo, non è stata introdotta alcuna distinzione tra diritti amministrativi e patrimoniali: mentre nella gestione accentrata questi ultimi sono esercitati in modo meramente intermediato, nell'intestazione di quote di s.r.l. il loro esercizio spetta al socio, tenuto a legittimarsi nelle forme indicate.

In aggiunta, si segnala un'evidente lacuna normativa quanto alla disciplina di dettaglio concernente i tempi, i contenuti, nonché le condizioni di rilascio della certificazione. Tale carenza suscita negli interpreti l'interrogativo sul possibile ricorso alle regole e ai principi enucleati dal t.u.f. e dal Regolamento Consob – Banca d'Italia 13/8/2018, sul regime di dematerializzazione, pur negandosi, stante le peculiarità delle quote di s.r.l., un richiamo *sic et simpliciter* agli stessi²¹¹.

Anzitutto, analizzando l'art. 41 del provvedimento citato, emerge come lo stesso preveda che la certificazione contenga lo specifico diritto che il socio intende esercitare. Per contro, quanto all'intestazione intermediata di quote di s.r.l., non pare esservi ragione alcuna per escludere che il documento sia generale e valevole per l'esercizio di tutti i diritti sociali.

Regola che sembra, invece, potersi estendere al caso in esame è quella di cui all'art. 45, che disciplina l'ipotesi in cui il socio, detentore di una certificazione avente ancora capacità legittimante, intenda trasferire le proprie azioni. Tale disposizione subordina l'operazione di giro alla restituzione all'intermediario del documento sopra descritto. È evidente come la *ratio* sottesa a tale previsione, ovvero la necessità di precludere il rischio di esistenza di un duplice titolo di legittimazione in riferimento alle stesse quote, sia reiterabile anche al regime oggetto di trattazione, e, pertanto, potrebbe ritenersi applicabile anche a quest'ultimo la disposizione testé analizzata.

Lungi dal voler rappresentare una ricostruzione esaustiva della disciplina applicabile alla certificazione *ex art. 100 ter* t.u.f., gli esempi proposti manifestano come l'assenza di una regolamentazione del documento di legittimazione ponga in capo all'interprete l'arduo compito di colmare tale vuoto normativo.

²¹¹ M. Cian, *L'intestazione intermediata delle quote di s.r.l. PMI: rapporto societario, regime di circolazione*, cit., pp. 1268 ss.

3.4 Circolazione della quota

Descritti gli elementi fondamentali dell'intestazione intermediata della quota e della legittimazione all'esercizio dei diritti, preme, ora, soffermarsi sulla circolazione della quota, analizzandone sia la forma, che il regime applicabile a tutela dell'acquirente.

Quanto alla prima questione, l'art. 100 *ter*, comma 2 *bis*, lett. c), stabilisce che il trasferimento avviene *“mediante semplice annotazione del trasferimento nei registri tenuti dall'intermediario”*, e che *“la scritturazione e il trasferimento non comportano costi o oneri né per l'acquirente né per l'alienante”*. Ferma la volontà del legislatore di semplificare la circolazione della quota, emerge un meccanismo che in parte rievoca l'operazione di giro che connota i sistemi di gestione accentrata, seppur con le dovute differenze, non essendo prevista alcuna procedura contabile a doppio livello.

Proseguendo nell'analisi della disposizione in esame, si evidenzia come *“la successiva certificazione effettuata dall'intermediario, ai fini dell'esercizio dei diritti sociali, sostituisce ed esaurisce le formalità di cui all'articolo 2470, secondo comma, del codice civile”*. In altri termini, vi è espressa equiparazione, quanto agli effetti, della certificazione rilasciata in favore dell'acquirente, all'iscrizione dell'atto di trasferimento nel Registro delle imprese.

Sul piano formale, quindi, si registra un superamento sia della forma notarile, richiesta per la circolazione della quota *“non dematerializzata”*, e finalizzata al deposito nel Registro per rendere il trasferimento opponibile alla società, sia della firma digitale *ex art. 36 d.l. n. 112/2008*. Da ciò può evincersi l'assenza di necessità di forma scritta quanto all'atto traslativo²¹², ricordando che neppure l'ordine di esecuzione di acquisti e di alienazioni richiede tale forma, secondo quanto stabilito dal comma 2 *quater*²¹³.

Precisate tali questioni preliminari, emerge, tuttavia, una problematica interpretativa di rilievo. La semplice formulazione di cui si è avvalso il legislatore rende difficilmente individuabile il momento a partire dal quale l'alienazione della quota debba ritenersi efficace nei confronti

²¹² M. Cian, *L'intestazione intermediata delle quote di s.r.l. PMI: rapporto societario, regime di circolazione*, cit., pp. 1268 ss.

²¹³ Che però, è bene precisare, regola il rapporto tra cliente e intermediario, non invece l'atto traslativo.

della società. La questione non è certo priva di implicazioni: si pensi, a titolo esemplificativo, all'esigibilità del conferimento non ancora effettuato, in caso di partecipazione non integralmente liberata, o, ancora, all'applicabilità di una clausola di esclusione attinente all'acquirente.

La disposizione esaminata, con formula piuttosto riduttiva, si limita ad affermare che il nuovo socio abbisogna della certificazione ai fini dell'esercizio dei diritti sociali. Ci si chiede, dunque, se l'esibizione di tale documento sia l'attività che rende opponibile la fattispecie traslativa alla società; se così fosse, si potrebbero segnalare due possibili risvolti problematici.

In primo luogo, ove si negasse l'esistenza di un obbligo informativo, in capo all'intermediario e favore dell'emittente, quanto all'avvenuto trasferimento della quota, la società verrebbe a conoscenza dell'identità del nuovo socio solo ed esclusivamente nel momento in cui quest'ultimo decidesse di esercitare i suoi diritti sociali. Pensiamo, in particolare, al "socio-investitore" privo di diritti di *voce*: in questo caso, il trasferimento sarebbe rivelato solamente al momento di esercizio di diritti patrimoniali, con criticabili conseguenze, ad esempio, nell'ipotesi di richiesta di versamento dei conferimenti non ancora effettuati, prima dell'effettiva presentazione della certificazione, che sarà rivolta, con ogni probabilità, ad un soggetto che ha già trasferito la sua quota.

In secondo luogo, anche ove si riconoscesse l'operare dell'obbligo informativo indicato²¹⁴, difficilmente potrebbe sostenersi la possibilità di subordinare l'efficacia del trasferimento nei confronti della società a tale informale comunicazione. E neppure potrebbe affermarsi l'opportunità di inserire, a tal fine, una specifica clausola nello statuto, in ragione della posizione dottrinale consolidata, seppur riferita all'art. 2470 c.c., secondo la quale non sarebbe ammissibile un'anticipazione in via statutaria degli effetti del trasferimento²¹⁵.

²¹⁴ P. Reviglione, *Sottoscrizione e trasferimento delle partecipazioni sociali nelle P.M.I. costituite in forma di s.r.l.*, cit., p. 627.

²¹⁵ G. Zanarone, *Della società a responsabilità limitata*, in *Codice civile, Commentario*, diretto da F. D. Busnelli, Milano, 2010, p. 605; Consiglio Notarile di Milano, massima n. 115 - *Clausole statutarie sul libro dei soci nella s.r.l. dopo il d.l. 29 novembre 2008 n. 185*, 2009; Comitato Interregionale dei Consigli notarili delle Tre Venezie, massima I.L.3. - *Natura della disposizione di cui all'art. 2470, comma 1, c.c. e sua derogabilità*, 2009.

Alla luce di tali osservazioni, non si può che negare che tale pregnante effetto sia riconducibile alla presentazione della certificazione; ed anzi, la lett. c) parrebbe meramente ribadire che la circolazione della quota non richiede alcuna iscrizione nel Registro delle imprese. Come osservato, infatti, la lett. b), n. 2, dello stesso articolo, precisa come tale documento abbia natura di puro titolo di legittimazione. Decisiva sarebbe, per contro, la stessa lett. c) nella parte in cui stabilisce che “*l’alienazione [...] avviene mediante semplice annotazione del trasferimento nei registri tenuti dall’intermediario*”. Pertanto, escludendosi che possa essere messo in discussione il principio consensualistico, cui è subordinato il trasferimento, l’unica plausibile soluzione interpretativa è quella di far coincidere con tale annotazione il momento a partire dal quale il trasferimento è opponibile alla società²¹⁶.

Ciò precisato, sarebbe rischioso sostenere l’inesistenza di qualsivoglia obbligo informativo, quanto all’avvenuta annotazione del trasferimento, in capo all’intermediario e a favore della società, ma, ciononostante, in assenza di una chiara presa di posizione del legislatore, permangono tesi eterogenee²¹⁷.

In ogni caso, la scelta di subordinare l’opponibilità alla società dell’alienazione all’annotazione del trasferimento nei registri tenuti dall’intermediario sembra essere tesa, da un lato, ad esonerare cedente e cessionario dalle formalità di cui all’art. 2470, comma 2, c.c., dall’altro a semplificare la circolazione della quota, con effetti positivi per l’attrattività degli strumenti emessi dalla s.r.l. PMI.

²¹⁶ M. Cian, *L’instestazione intermediata delle quote di s.r.l. PMI: rapporto societario, regime di circolazione*, cit., p. 1275; P. Reviglione, *Sottoscrizione e trasferimento delle partecipazioni sociali nelle P.M.I. costituite in forma di s.r.l.*, cit., p. 627.

²¹⁷ N. De Luca, *Crowdfunding e quote «dematerializzate» di s.r.l.? Prime considerazioni*, cit., p. 5, sostiene che l’intermediario non potrebbe negare tali informazioni, ma sembrerebbe esservi un onere in capo alla società, tenuta ad attivarsi e a richiederle. P. Reviglione, *Sottoscrizione e trasferimento delle partecipazioni sociali nelle P.M.I. costituite in forma di s.r.l.*, cit., p. 627, per contro, afferma l’esistenza di un obbligo in capo all’intermediario di informare la società circa l’avvenuta annotazione.

3.5 Regime di tutela dell'acquisto

Occorre, ora, analizzare il regime di tutela dell'acquirente; infatti, l'opera di individuazione delle tutele a presidio del "socio-investitore" non può trascurare l'ipotesi in cui il socio divenga tale in seguito ad acquisto della partecipazione da un socio preesistente, in particolare in caso di "dematerializzazione" della quota.

Anzitutto, si osservi come, quanto al regime ordinario di circolazione delle partecipazioni, l'art. 2470, comma 3, c.c., preveda, in caso di conflitto tra più acquirenti, la prevalenza del soggetto che per primo abbia iscritto nel Registro delle imprese, in buona fede, il proprio acquisto. Si parla di tutela meramente parziale, in ragione dell'assenza di una forma di presidio dell'acquisto a *non domino*²¹⁸. In altri termini, non avendo l'iscrizione nel Registro delle imprese alcun effetto sanante su eventuali vizi dell'atto iscritto, l'acquirente rimane privo di tutela in una serie di casi che ben possono verificarsi nella pratica, come, a titolo esemplificativo, il trasferimento posto in essere da un erede apparente o la nullità del contratto concluso in frode al divieto di patto commissorio²¹⁹.

In relazione all'intestazione intermediata, l'art. 100 *ter* ignora tale profilo; di conseguenza, sorge spontaneo il quesito circa l'effettiva insussistenza di qualsivoglia protezione degli acquisti o, viceversa, quanto alla possibilità di rinvenire una forma di tutela applicabile al caso di specie.

In primo luogo, la dottrina si è interrogata sull'opportunità di ritenere applicabile, nonostante il suo mancato richiamo, il già citato art. 2470, comma 3, c.c.. Il quesito sembra destinato a risposta negativa, in quanto una soluzione positiva implicherebbe un'equiparazione tra l'iscrizione nel Registro delle imprese e l'annotazione nei registri dell'intermediario; infatti, la tutela del terzo, che abbia iscritto l'atto in buona fede ai sensi dell'art. 2470, comma 3, si fonda

²¹⁸ M. Cian, *L'intestazione intermediata delle quote di s.r.l. PMI: rapporto societario, regime di circolazione*, cit., pp. 1275.

²¹⁹ Per un dibattito sul tema, v. C. Rinaldo, *Usucapione e acquisto a non domino delle quote di partecipazione in società a responsabilità limitata*, in *Rivista di diritto civile*, 2017, pp. 631 ss..

sull'accessibilità del Registro delle imprese da parte dei terzi, connotato, per contro, mancante quanto ai registri degli intermediari²²⁰.

Inoltre, tale equiparazione sarebbe insostenibile in ragione dell'evidente differenza intercorrente fra i due registri²²¹: (i) il primo è idoneo a conferire data certa al deposito dell'atto e, conseguentemente, ad accertare l'antiorità rispetto ad un deposito successivo; (ii) il secondo, è un documento tenuto da un soggetto privato, le cui annotazioni sono effettuate in esecuzione di ordini non subordinati ad alcun onere formale, come precisato dall'art. 100 *ter*, comma 2 *quater*, t.u.f.²²².

Ciò precisato, le simmetrie fra l'intestazione intermediata in esame e la gestione accentrata degli strumenti finanziari spingono l'interprete ad interrogarsi sulla possibile applicazione analogica dell'art. 83 *quinquies*, comma 2, t.u.f., il quale dispone che l'acquirente che abbia ottenuto *“la registrazione in suo favore, in base a titolo idoneo e in buona fede, non è soggetto a pretese o azioni da parte di precedenti titolari”*. Quanto a tale quesito, la dottrina maggioritaria propende per la risposta negativa, sulla scorta di una serie di ragioni che, tuttavia, non sono si sottraggono a critiche.

Uno dei principali argomenti addotti dalla tesi maggioritaria è rappresentata dal divieto di rappresentazione in azioni *ex art. 2468 c.c.*, cui conseguirebbe una preclusione quanto alla cartolarizzazione delle quote di s.r.l.²²³; ma tale considerazione si espone a una serie di obiezioni.

²²⁰ M. Cian, *Registro delle imprese e altri strumenti pubblicitari*, in *Le nuove leggi civili commentate*, 2016, pp. 802 ss.; P. Reviglioni, *Sottoscrizione e trasferimento delle partecipazioni sociali nelle P.M.I. costituite in forma di s.r.l.*, cit., p. 628.

²²¹ N. De Luca, *Crowdfunding e quote «dematerializzate» di s.r.l.? Prime considerazioni*, cit., p. 8.

²²² *“L'esecuzione di sottoscrizioni, acquisti e alienazioni di strumenti finanziari emessi da piccole e medie imprese e da imprese sociali ovvero di quote rappresentative del capitale delle medesime, effettuati secondo le modalità previste alle lettere b) e c) del comma 2-bis del presente articolo, non necessita della stipulazione di un contratto scritto [...]”*.

²²³ A. Dentamaro, *Apertura della s.r.l. PMI tra divieto di rappresentazione delle quote ex art. 2468, comma 1, c.c., e tutela dell'investitore*, cit., p. 179.

In primo luogo, il presente elaborato ha già affrontato la questione relativa al possibile superamento di tale divieto, sostenuto anche da prassi notarili, quantomeno in relazione alle s.r.l. PMI che optino per la c.d. “serializzazione” delle quote (v. par. 1.9). Ove, dunque, si aderisse a tale tesi, sostenere anche il venir meno del divieto di incorporazione non sarebbe azzardato. Peraltro, tale preclusione sembra confliggere con la finalità ultima della “dematerializzazione” delle quote, ovvero la creazione di un “*regime circolatorio dai profili ‘cartolari’*”²²⁴.

A ben vedere, inoltre, vi è chi sostiene che, anche ove si negasse la deroga al divieto indicato, l’assimilazione della quota standardizzata ad uno strumento finanziario potrebbe costituire condizione di per sé sufficiente a sostenere l’applicabilità dell’art. 83 *quinquies*, comma 2, t.u.f.²²⁵.

Un ulteriore argomento evidenziato a favore dell’impossibilità di tale applicazione analogica sarebbe costituito dall’assenza di una vera e propria lacuna normativa a tutela dell’acquirente, in quanto troverebbero spazio, in caso di plurima alienazione delle quote, i principi generali dettati in materia di circolazione del credito²²⁶, applicabili, secondo parte della dottrina, anche alla circolazione di azioni non rappresentate da titoli²²⁷.

Tali considerazioni non sembrano persuasive per due ordini di ragioni, ovvero: (i) pur nell’evidenza di una similarità intercorrente fra le azioni non rappresentate da titoli e le quote “dematerializzate”, appare azzardato qualificare queste ultime come crediti²²⁸; (ii) l’inapplicabilità dell’art. 2470, comma 3, c.c., comporta un vuoto normativo che, privando

²²⁴ P. Reviglione, *Sottoscrizione e trasferimento delle partecipazioni sociali nelle P.M.I. costituite in forma di s.r.l.*, cit., p. 629.

²²⁵ P. Reviglione, *Sottoscrizione e trasferimento delle partecipazioni sociali nelle P.M.I. costituite in forma di s.r.l.*, cit., p. 629.

²²⁶ N. De Luca, *Crowdfunding e quote «dematerializzate» di s.r.l.? Prime considerazioni*, cit., p. 9.

²²⁷ N. De Luca, *Circolazione delle azioni e legittimazione dei soci*, Torino, 2007, p. 299 ss.

²²⁸ P. Reviglione, *Sottoscrizione e trasferimento delle partecipazioni sociali nelle P.M.I. costituite in forma di s.r.l.*, cit., p. 630.

l'acquirente di qualsiasi presidio, è difficilmente giustificabile e, pertanto, spinge l'interprete a tentare di colmarlo²²⁹.

In ogni caso, l'applicazione analogica della tutela dell'acquirente *a non domino*, ai sensi dell'art. 83 *quinquies*, comma 2, t.u.f., è sorretta da una serie di rilevanti considerazioni.

Anzitutto, pur tenendo conto di differenze non del tutto trascurabili, appare evidente come il modello documentale predisposto dall'art. 100 *ter* sia finalizzato a rispondere alla medesima esigenza sottesa al regime di gestione accentrata, ovvero la dematerializzazione funzionale alla circolazione di strumenti finanziari. Ed ancora, preme sottolineare come il fine perseguito dal legislatore, con l'introduzione dell'intestazione e della circolazione intermediata, sia senz'altro quello di promuovere la creazione di un efficiente mercato secondario delle quote di s.r.l., sottoscritte mediante i portali *crowdfunding*, tentando di risolvere il problema, che verrà in seguito trattato, dell'illiquidità di tale strumento²³⁰. Dunque, la negazione assoluta di forme di presidio dell'acquirente della partecipazione comporterebbe la creazione di un ineludibile ostacolo alla realizzazione di tale obiettivo.

In aggiunta, la stessa dottrina contraria a tale soluzione ermeneutica ha evidenziato come, a ben vedere, così come le registrazioni nei conti dei sistemi di gestione accentrata rispondono ad una logica di tutela dell'affidamento pubblicitario, l'annotazione del trasferimento della quota di s.r.l. presenterebbe la medesima "*attitudine informativa*", in ragione delle regole di gestione professionale e terza dei libri dell'intermediario, che assicurerebbero l'unicità dell'annotazione²³¹.

Infine, l'accoglimento della teoria maggioritaria avrebbe come corollario una disparità di trattamento non solo rispetto alle azioni, ma altresì rispetto alle partecipazioni non assoggettate al regime di intestazione intermediata, cui quantomeno è applicabile l'art. 2470, comma 3, c.c.,

²²⁹ M. Cian, *L'intestazione intermediata delle quote di s.r.l. PMI: rapporto societario, regime di circolazione*, cit., p. 1278.

²³⁰ I. Capelli, *L'equity based crowdfunding e la c.d. dematerializzazione delle quote di s.r.l.*, cit., pp. 562 ss.; A. Laudonio, *Equity-based crowdfunding: la protezione degli investitori nel prisma delle legislazioni europee e latino-americane*, cit., p. 1288.

²³¹ M. Cian, *Registro delle imprese e altri strumenti pubblicitari*, cit., pp. 804 ss.

con inevitabili conseguenze sul piano della legittimità costituzionale del quadro normativo così ricostruito.

Peraltro, si osservi come anche gli autori contrari a riconoscere l'applicabilità analogica dei principi cartolari abbiano sottolineato con voce critica un *deficit* di tutela, sollecitando il legislatore a colmarlo²³².

Alla luce di tali considerazioni, e in attesa di un intervento legislativo volto a dirimere i dubbi sin qui enucleati, ritengo sia ragionevole estendere la tutela di cui all'art. 83 *quinquies*, comma 2, t.u.f., all'acquirente delle quote sottoposte al citato regime di "dematerializzazione".

3.6 Illiquidità della quota e possibile creazione di un mercato secondario

Giunti a questo punto della trattazione, emerge una delle questioni maggiormente problematiche attinente alla posizione del "socio-investitore", il quale non solo è potenzialmente privato dei diritti di *voice* e di controllo (salvi i limiti già evidenziati), ma risulta altresì titolare di uno strumento illiquido, con conseguenti difficoltà quanto alla possibilità di disinvestimento.

Inoltre, è evidente come l'illiquidità della quota e l'assenza di un mercato secondario siano fattori lesivi anche degli interessi delle società emittenti, in quanto rendono meno attrattivo l'acquisto della quota, producendo una contrazione del novero di soggetti coinvolti nel mercato primario.

Alla luce di tali considerazioni, si osservi come il legislatore non abbia ignorato la questione; ed anzi, ricordiamo che lo stesso regime di "dematerializzazione" delle quote, emesse tramite portali *crowdfunding*, è teso ad incentivare una "fluidificazione" della circolazione della quota²³³. Tuttavia, in questa sede preme individuare se, sulla base del diritto esistente e tenuto

²³² M. Cian, *Registro delle imprese e altri strumenti pubblicitari*, cit., pp. 806 ss.

²³³ A. Laudonio, *Equity-based crowdfunding: la protezione degli investitori nel prisma delle legislazioni europee e latino-americane*, cit., p. 1288; I. Capelli, *L'equity based crowdfunding e la c.d. dematerializzazione delle quote di s.r.l.*, cit., pp. 562 ss.

conto del carattere illiquido della partecipazioni, vi sia la possibilità di individuare un mercato secondario delle quote di s.r.l. PMI.

Parte della dottrina tende a negare la possibile conformazione di tale mercato.

In primo luogo, si rigetta l'idea di un accostamento fra s.r.l. PMI che fa ricorso ai portali di *crowdfunding* e le società emittenti diffuse *ex art. 2325-bis c.c.*, e ciò, anzitutto, in ragione del fatto che l'emissione di quote attraverso il portale menzionato si risolverebbe in un'offerta di sola sottoscrizione e non, dunque, in una compravendita di strumenti finanziari²³⁴. Inoltre, non sarebbe trascurabile il limite tipologico cui è subordinata l'applicabilità della disciplina degli emittenti diffusi, da cui sarebbe esclusa la società a responsabilità limitata²³⁵.

Coerentemente con quanto evidenziato, la stessa Consob ha affermato “*che la semplice effettuazione di offerte di titoli azionari tramite portali per la raccolta di capitali on-line non dovrebbe di per sé rappresentare elemento sufficiente ad integrare il requisito qualitativo ex articolo 2-bis, comma 2, del RE, richiesto per l'assunzione della qualifica di emittente diffuso*”²³⁶.

In aggiunta, vi è chi sottolinea come l'assenza di un possibile mercato secondario delle quote sia reso evidente dalla stessa previsione di strumenti a presidio del socio *crowdfunder*. In particolare, i già citati diritti di *exit*, introdotti del regolamento Consob in materia di *equity crowdfunding*, sarebbero tesi proprio ad assicurare un potere di disinvestimento in capo all'investitore, diritto che risulterebbe altrimenti escluso²³⁷.

Tale posizione, tuttavia, sembra ignorare come la prerogativa in esame sia in realtà subordinata, anzitutto, ad un termine temporale piuttosto ristretto (tre anni) e, inoltre, sia condizionata al

²³⁴ M. De Mari, *Equity crowdfunding, PMI non quotate e mercati secondari: una lacuna da colmare?*, 4 febbraio 2019, disponibile al sito www.dirittobancario.it.

²³⁵ A. Dentamaro, *Apertura della s.r.l. PMI tra divieto di rappresentazione delle quote ex art. 2468, comma 1, c.c. e tutela dell'investitore*; cit., p. 183.

²³⁶ Consob, *Relazione illustrativa degli esiti della consultazione sull'attività delle imprese e degli operatori e sugli interessi degli investitori*, 31 ottobre 2018, disponibile al sito www.consob.it.

²³⁷ M. Sciuto, *Le quote di partecipazione*, cit., p. 544.

verificarsi di un peculiare evento, quale il trasferimento del controllo societario. Ritengo, dunque, che la *ratio* sottesa alla previsione regolamentare sia da identificarsi non nella volontà di garantire una forma di disinvestimento *tout court*, quanto, invece, di fornire una via d'uscita nell'ipotesi di lesione della componente fiduciaria del rapporto tra soci fondatori e socio *crowdfunder*.

Ancora, la letteratura evidenzia ulteriori impedimenti che precluderebbero l'accesso ai mercati regolamentati alle s.r.l. PMI²³⁸, quali: (i) i costi di *compliance*; (ii) i volumi modesti di capitale offerto tramite i portali; (iii) il numero limitato di compratori, che ostacolerebbe la realizzazione di un mercato con adeguata liquidità²³⁹.

Per quanto condivisibili, tali considerazioni si limitano a manifestare le note difficoltà cui incorrono tutte le piccole e medie imprese, ma non precludono in modo assoluto la creazione di un mercato secondario delle quote. Inoltre, tali osservazioni palesano delle preclusioni quanto alla negoziazione delle quote di s.r.l. PMI all'interno di un mercato regolamentato, trascurando, tuttavia, come il quadro legislativo nazionale identifichi quest'ultimo come uno solo tra i possibili modelli di "ambiente" in cui convergono domanda ed offerta di strumenti finanziari.

Infatti, nel contesto delle PMI, rilevanti sono i sistemi multilaterali di negoziazione (in avanti, MTF), i quali si distinguono dai mercati regolamentati per il profilo amministrativo, essendo previsto solo per questi ultimi un procedimento autorizzativo (art. 64 *quater* t.u.f.)²⁴⁰. In particolare, è la Direttiva MiFID II ad aver espressamente previsto la creazione di "mercati di

²³⁸ M. Mozzarelli, *L'equity crowdfunding in Italia. Dati empirici, rischi e strategie*, in *Banca, Borsa e Titoli di credito*, 2019, I, p. 684 ss.

²³⁹ J. Armour – L. Enriques, *The Promise and Perils of Crowdfunding: Between Corporate Finance and Consumer Contracts*, in *ECGI - Law Working Paper No. 366/2017*, p. 50, evidenzia come il portale tedesco *Bergfürst* abbia tentato di costruire un mercato secondario, riuscendo, tuttavia, a negoziare le quote di due sole società.

²⁴⁰ M. Cian, *Le sedi di negoziazione diverse dai mercati regolamentati*, in *Studium iuris*, 2019, p. 453.

crescita per le PMI”, i quali sono riconducibili agli MTF²⁴¹, con l’obiettivo di “facilitare l’accesso al capitale per le piccole e medie imprese e agevolare l’ulteriore sviluppo di mercati specializzati [...]”²⁴². In attuazione di tali finalità, Borsa Italiana ha dato vita al segmento AIM Italia, oggi Euronext Growth Milan, il quale costituisce un MTF specificatamente dedicato alle PMI²⁴³.

In via preliminare, occorre evidenziare come attualmente le PMI quotate in tale mercato siano esclusivamente società per azioni²⁴⁴, e che, peraltro, lo stesso regolamento emittenti dichiara che tale sede di negoziazione è dedicata “*in via primaria agli strumenti finanziari azionari*”²⁴⁵. Ciononostante, non risultano limiti tipologici che impediscano l’accesso a tale MTF alle PMI costituite in forma di società a responsabilità limitata, in quanto: (i) l’art. 69 t.u.f., in relazione ai mercati di crescita per le PMI, fa generico riferimento a “*piccole e medie imprese*”; (ii) lo stesso regolamento prevede la negoziabilità di “*strumenti finanziari diversi dalle azioni*”²⁴⁶.

Ciò precisato, occorre interrogarsi sulla possibile esistenza di ulteriori elementi in grado di precludere l’accesso alle s.r.l. PMI a tali mercati.

Il primo ostacolo potrebbe essere conseguenza della peculiare natura delle partecipazioni di s.r.l.: in particolare, il divieto di incorporazione impedirebbe, secondo la tesi maggioritaria (v. *supra*), l’applicabilità delle regole cartolari alla circolazione delle quote. Ferme le considerazioni già avanzate quanto al possibile superamento di tale preclusione in caso di circolazione “dematerializzata”, occorre, in realtà, sottolineare come parte della dottrina

²⁴¹ Come si può evincere dalla definizione di cui all’art. 61, comma 1, lett. g), t.u.f.: “*mercato di crescita per le piccole e medie imprese*: un sistema multilaterale di negoziazione registrato come un mercato di crescita per le piccole e medie imprese in conformità all’articolo 69”.

²⁴² 132° considerando, Direttiva MiFID II.

²⁴³ F. Annunziata, *PMI, quotazione, crowdfunding*, in *I modelli di impresa societaria tra tradizione e innovazione nel contesto europeo*, a cura di P. Montalenti, Milano, 2016, p. 134, e “*Il migliore dei mondi possibili*”? *L’accesso delle PMI alle trading venues: libertà, condizionamenti e gold plating*, in *Rivista delle società*, 2021, pp. 1205 ss..

²⁴⁴ F. Annunziata, *AIM Italia e disciplina degli emittenti, 10 anni dopo*, in *Rivista delle società*, 2020, p. 267.

²⁴⁵ S. Corso, *Op. cit.*, p. 26.

²⁴⁶ Art. 33, Regolamento Emittenti Euronext Growth Milan.

consideri addirittura irrilevante il divieto di incorporazione. Infatti, più che il regime cartolare, a rilevare, ai fini dell'accesso al mercato Euronext Growth Milan, sarebbe la possibilità di identificare le quote di s.r.l. PMI come valori mobiliari e, dunque, come strumenti finanziari, coerentemente con quanto stabilito dall'art. 33 Regolamento Emittenti²⁴⁷.

Preme evidenziare come la nozione di valore mobiliare, che è *species* del *genus* strumenti finanziari, abbia dei confini piuttosto mobili²⁴⁸, i quali, pur rendendo non agevole l'opera di sussunzione della fattispecie, permettono interpretazioni piuttosto elastiche.

Peraltro, a favore della qualificazione della quota di s.r.l. PMI emessa tramite portali come valore mobiliare, è opportuno analizzare il considerando n. 13 del nuovo Regolamento UE sul *crowdfunding*, il quale afferma che *“il presente regolamento contempla e permette servizi di crowdfunding connesso a valori mobiliari. Le azioni o quote di talune società private a responsabilità limitata costituite a norma del diritto nazionale degli Stati membri sono anche liberamente trasferibili sui mercati dei capitali e non dovrebbe, di conseguenza, esserne impedita l'inclusione nell'ambito di applicazione del presente regolamento”*.

Al di là di tale rilevante considerazione, che manifesta la presa di posizione del legislatore europeo, l'interprete non può esimersi da un'attività di puntuale ricostruzione degli elementi costitutivi della fattispecie in esame. In altri termini, occorre rilevare quali siano le condizioni necessarie affinché le quote di s.r.l. PMI possano essere definite come valori mobiliari di cui all'art. 1, comma 1 *bis*, t.u.f.²⁴⁹.

Quanto al primo requisito, la negoziabilità, non sembrano sussistere particolari ostacoli, in quanto essa può essere interpretata come scambiabilità sul mercato dei capitali, senza alcuna necessità che la circolazione avvenga in un mercato regolamentato²⁵⁰. Ebbene, appare evidente

²⁴⁷ M. Cian, *Le sedi di negoziazione diverse dai mercati regolamentati*, cit., p. 457; E. Cusa, *Le quote di s.r.l. possono essere valori mobiliari*, cit., pp. 677 ss.; S. Corso, *Op. cit.*, pp. 31 ss.

²⁴⁸ M. Cian, *La nozione di strumento finanziario nel sistema del diritto commerciale*, in *Studium iuris*, 2015, pp. 1452 ss.

²⁴⁹ Trattasi, inevitabilmente, dei presupposti indicati anche dall'art. 4, punto 44, Direttiva MiFID II.

²⁵⁰ M. Cian, *La nozione di strumento finanziario nel sistema del diritto commerciale*, cit., p. 1452; E. Cusa, *Le quote di s.r.l. possono essere valori mobiliari*, cit., p. 680.

come la negoziabilità sia assicurata, ed incentivata, quantomeno nell'ipotesi di intestazione intermediata delle quote, sottoscritte mediante portale.

Tale condizione potrebbe essere integrata anche in presenza di vincoli alla circolazione, purché *“non siano tali da rendere del tutto occasionale l'ipotesi di un trasferimento e purché gli eventuali limiti soggettivi non siano a tal punto restrittivi da rendere non più qualificabile in termini di ‘mercato’ il plafond dei possibili destinatari”*²⁵¹.

In aggiunta, affinché la quota sia identificabile come valore mobiliare è necessaria un'ulteriore condizione, ricavabile dal termine *“categorie di valori”* ex art. 1, comma 1 *bis*, t.u.f., ovvero la standardizzazione. Dunque, dirimente è la scelta della s.r.l. PMI di emettere quote qualitativamente e quantitativamente serializzate, che renderebbe altresì possibile la circolazione di tali partecipazioni nel mercato secondario²⁵².

Tuttavia, resta da comprendere se le società emittenti tali quote serializzate possano essere idonee ad integrare i requisiti enucleati dal Regolamento Emittenti, il quale subordina l'accesso al MTF alle seguenti condizioni: (i) il flottante minimo dev'essere pari ad almeno il 10% del capitale²⁵³; (ii) gli strumenti finanziari devono essere sottoposti al regime di forma, legittimazione e circolazione dei titoli dematerializzati²⁵⁴; (iii) deve individuarsi l'esistenza di un mercato normale e regolare²⁵⁵.

In relazione al primo punto, i dati empirici raccolti evidenziano come la quota di capitale offerta in sottoscrizione sui portali di *crowdfunding* sia andata riducendosi negli ultimi anni, attestandosi nel 2021, in media, intorno al 6%²⁵⁶. Pur confermandosi, dunque, la tendenza dei soci fondatori a conservare la titolarità di un'ampissima maggioranza delle partecipazioni, non

²⁵¹ M. Cian, *La nozione di strumento finanziario nel sistema del diritto commerciale*, cit., p. 1452

²⁵² E. Cusa, *Le quote di s.r.l. possono essere valori mobiliari*, cit., pp. 681 ss.; M. Cian, *Le sedi di negoziazione diverse dai mercati regolamentati*, cit., p. 457; C. Rinaldo, *La multiformità della s.r.l.*, cit., p. 1538.

²⁵³ Parte seconda, art. 6, Regolamento Emittenti Euronext Growth Milan.

²⁵⁴ Art. 32 Regolamento Emittenti Euronext Growth Milan.

²⁵⁵ Art. 33 Regolamento Emittenti Euronext Growth Milan.

²⁵⁶ Politecnico di Milano, *6° Report italiano sul Crowdfunding*, 2021, tabella 2.4, p. 21.

sembra, però, doversi escludere la volontà di alcune emittenti di garantire la soglia di flottante sopra indicata, dovendosi sottolineare, in particolare, come il valore massimo registrato superi il 96%.

Quanto alla complessa questione attinente alla circolazione dei titoli dematerializzati, si rimanda il lettore al capitolo precedente.

Infine, per quanto concerne l'ultimo requisito, risulta evidente come l'offerta al pubblico di quote mediante portali non sia di per sé sufficiente a garantire un mercato normale e regolare, e ciò in ragione del carattere illiquido di tali strumenti²⁵⁷. Tuttavia, il legislatore europeo, mostrando una certa consapevolezza del problema, ha introdotto degli appositi strumenti, accessibili alle PMI ammesse alle negoziazioni nei mercati di crescita. In particolare, si fa riferimento ai dispositivi di *market-making*, i quali *“implicano la sottoscrizione di un contratto tra il gestore del mercato e un terzo che si impegna a preservare la liquidità di talune azioni ottenendo in cambio sconti sulle commissioni di negoziazione”*, e il contratto di liquidità, *“costituito da un contratto tra un emittente e un terzo che si impegna ad assicurare la liquidità delle azioni dell'emittente, e per suo conto”*²⁵⁸.

L'applicazione di tali strumenti, dunque, potrebbe rendere integrabile anche la terza condizione per l'accesso al mercato Euronext Growth Milan, garantendo in questo modo un mercato secondario delle quote serializzate e, di conseguenza, un effettivo potere di disinvestimento.

Ferme tali considerazioni, occorre, in realtà, sottolineare come il mercato in esame non sia l'unica soluzione prospettata dalla dottrina. In particolare, necessario è il richiamo all'art. 25 *bis* del Regolamento Consob, introdotto nel 2019, il quale permette ai gestori di costituire, *“in una sezione separata del portale, una bacheca elettronica per la pubblicazione delle manifestazioni di interesse alla compravendita di strumenti finanziari, che siano stati oggetto di offerte concluse con successo nell'ambito di una campagna di crowdfunding svolta sul proprio portale”*.

²⁵⁷ S. Corso, *Op. cit.*, pp. 40 ss.

²⁵⁸ Considerando n. 7 del Regolamento UE 2019/2115.

Ci si chiede, dunque, se tali “bacheche elettroniche” possano, almeno in futuro²⁵⁹, portare all’effettiva creazione di un mercato secondario delle quote di s.r.l. PMI, offerte mediante i portali.

Alla luce di quanto previsto dal comma 2, dell’articolo citato, la risposta deve ritenersi tendenzialmente negativa; infatti, si evidenzia come il gestore non possa svolgere “*attività volte ad agevolare l’incontro della domanda ed offerta degli strumenti finanziari presenti nella bacheca elettronica, diverse dalla comunicazione in forma riservata dei dati relativi ai soggetti interessati al trasferimento degli strumenti finanziari*”. In altri termini, e come affermato dalla stessa Consob, tale attività, dovendosi realizzare “*in assenza di un sistema tecnologico, così come di un insieme di regole, finalizzati a consentire l’incrocio tra la domanda e l’offerta*”²⁶⁰, non potrebbe integrare un sistema multilaterale di negoziazione²⁶¹.

In questo quadro, tuttavia, si inserisce l’intervento del legislatore europeo, che, con il nuovo Regolamento sul *crowdfunding*, sembra aprire le porte alla conformazione di una “bacheca elettronica” che costituisca una vera e propria sede di negoziazione, seppur con riferimento ai soli strumenti identificabili come valori mobiliari, e in seguito a specifica autorizzazione del gestore ad operare come impresa di investimento o come mercato regolamentato²⁶².

Ferme, dunque, le ancora rilevanti incertezze su questo punto, è quantomeno interessante introdurre, seppur brevemente, un’ulteriore strada potenzialmente percorribile, quanto alla creazione di un mercato secondario delle quote di s.r.l. PMI, ovvero la c.d. “tokenizzazione”. Tale fenomeno, che può essere descritto come rappresentazione di rapporti giuridici in un *digital token*, palesa un’evidente somiglianza con il meccanismo di incorporazione dei diritti

²⁵⁹ M. Mozzarelli, *L’equity crowdfunding in Italia. Dati empirici, rischi e strategie*, cit., p. 685, in cui si segnalano due iniziative a livello europeo, il portale tedesco Bergfürst e quello inglese Seedrs, che, tuttavia, non hanno prodotto risultati incoraggianti.

²⁶⁰ Relazione illustrativa Consob, 18 ottobre 2019, pp. 8 ss.

²⁶¹ S. Corso, *Op.cit.*, p. 50. Coerentemente, le “*Secondary Market Terms and Conditions*”, pubblicate dal citato portale Seedrs, specificano che “*the Secondary Market does not constitute a ‘multilateral system’ as defined in the Markets in Financial Instruments Directive II*”.

²⁶² Considerando n. 55, Regolamento UE 2020/1503.

partecipativi in documenti, come, peraltro, si evince dalle parole della Consob, la quale definisce le cripto-attività come “*registrazioni digitali rappresentative di diritti connessi a investimenti in progetti imprenditoriali*”, create mediante tecnologia *blockchain* e destinate ad essere negoziate in “*sistemi di scambio*”²⁶³.

L’utilizzo di queste tecnologie implicherebbe un potenziale duplice vantaggio sia per il “socio-investitore”, che per le stesse PMI, ovvero: (i) la riduzione di tempi e costi connessi all’offerta, in ragione della disintermediazione²⁶⁴; (ii) la possibile risoluzione del problema dell’illiquidità delle quote, attraverso una facilitazione della negoziazione delle stesse²⁶⁵.

Pur senza soffermarsi oltre sulle numerose questioni problematiche in esame, basti, in questa sede, osservare l’apprezzabile sforzo sia della dottrina che del mondo imprenditoriale, volto all’individuazione di un mercato secondario delle quote di s.r.l. PMI, al fine di assegnare al socio un effettivo potere di disinvestimento, di cui beneficerebbe anche la stessa società, alla luce dell’incrementata attrattività degli strumenti emessi.

3.7 Schema riassuntivo Capitolo 3

- In caso di offerta al pubblico di quote mediante i portali di *crowdfunding*, possibile intestazione intermediata delle quote;
- L’intermediario riveste un ruolo di mera conservazione e gestione documentale, non essendo assegnato allo stesso alcun potere di amministrazione, gestione e alienazione della quota, né alcuna prerogativa quanto all’esercizio di diritti sociali;

²⁶³ Consob, *Le offerte iniziali e gli scambi di cripto-attività*, 19 marzo 2019, p. 6. Conformemente, v. la proposta MiCAR, che all’art. 3, comma 1, n. 2, che descrive le cripto-attività come rappresentazione digitale “*di valore o di diritti che possono essere trasferite e memorizzate elettronicamente, utilizzando una tecnologia di registro distribuito o una tecnologia analoga*”.

²⁶⁴ C. Sandei, *Initial Coin Offering e appello al pubblico risparmio*, in *Diritto del Fintech*, a cura di C. Sandei e M. Cian, Milano, 2020, p. 278.

²⁶⁵ OECD, *Blockchain Technology and Corporate Governance*, 6 giugno 2018, pp. 12 ss.

- In caso di intestazione intermediata delle quote: (i) legittimazione all'esercizio dei diritti sociali mediante presentazione della certificazione rilasciata dall'intermediario (non vi è alcuna distinzione tra diritti amministrativi e patrimoniali); (ii) trasferimento opponibile alla società sulla base della semplice annotazione nei registri tenuti dall'intermediario; (iii) applicazione analogica della tutela dell'acquisto *a non domino*, ai sensi dell'art. 83 *quinquies*, comma 2, t.u.f.;
- Tre potenziali soluzioni per la creazione di un mercato secondario: (i) accesso all'Euronext Growth Milan, purché la quota possa qualificarsi come valore mobiliare e si possa individuare un mercato normale e regolare (attraverso i dispositivi di *market-making* e i contratti di liquidità); (ii) bacheche elettroniche di cui al Regolamento Europeo sul *crowdfunding*; (iii) utilizzo dei *digital token*.

4. Capitolo 4 - Dati empirici e conclusioni

4.1 *Equity crowdfunding*: dati empirici

In fase conclusiva, si rende utile un richiamo ad alcuni dati empirici sulla citata “apertura” delle s.r.l. PMI, con particolare riferimento al fenomeno dell'*equity crowdfunding* in Italia e negli altri principali Stati europei, al fine di comprendere lo stato attuale del ricorso a tale strumento, nonché i possibili futuri scenari evolutivi.

I dati più recenti dipingono il Regno Unito come la patria europea dell'*equity crowdfunding*, con un volume totale delle operazioni (comprese quelle di *real estate crowdfunding*) pari a £ 332 milioni nel 2020²⁶⁶, dato in costante crescita a partire dal 2012, anno in cui si attestava appena attorno ai 4 milioni²⁶⁷.

²⁶⁶ CrowdfundingHub, *Current state of crowdfunding in Europe*, giugno 2021, p. 35, dato che comprende le operazioni di *real estate crowdfunding*.

²⁶⁷ Cambridge Centre for Alternative Finance, *The 2nd Global Alternative Finance Market Benchmarking Report*, giugno 2021, p. 81.

Segue la Germania, con un valore di € 93,8 milioni²⁶⁸ nel 2020, nonostante un declino evidente rispetto all'anno precedente, conseguente alla chiusura del portale "FundingCircle Germany" alla fine del 2019.

Numeri più modesti per la Francia, che registra un valore complessivo delle operazioni di *equity crowdfunding* pari a € 59,2 milioni²⁶⁹.

Quanto al panorama nazionale, gli ultimi dati raccolti, riferiti al primo semestre del 2021, rivelano, negli ultimi 12 mesi, un volume delle operazioni pari a € 127,6 milioni²⁷⁰; tuttavia, escludendo le campagne di *equity* nel particolare settore del *real estate crowdfunding*, il valore si attesta a € 93,3 milioni.

Il valore medio del target di capitale per campagna nel 2020 è pari a € 187.060²⁷¹, in linea con gli anni precedenti ma, per contro, la quota di capitale sociale offerta nel primo semestre dello stesso anno si riduce al 6,19%, contro un valore medio che si assesta al 9,23% considerando l'intero periodo a partire dal 2014. Inoltre, il valore massimo finora registrato per la singola campagna di *equity* è pari a € 3,6 milioni.

In relazione alla delibera assembleare di aumento di capitale, la prassi è quella di approvare un aumento di capitale con esclusione del diritto di sottoscrizione in capo ai soci esistenti, che prevede una parte inscindibile, al di sotto della quale la raccolta di capitale è priva di effetti, e una parte scindibile, con indicazione di una soglia massima²⁷².

²⁶⁸ Escludendo, ai fini della rilevanza per il presente elaborato, le operazioni di *real estate crowdfunding*.

²⁶⁹ CrowdfundingHub, *Current state of crowdfunding in Europe*, giugno 2021, p. 10.

²⁷⁰ Politecnico di Milano, *6° Report italiano sul Crowdinvesting*, luglio 2021, p. 3.

²⁷¹ Politecnico di Milano, *6° Report italiano sul Crowdinvesting*, luglio 2021, p. 3.

²⁷² A titolo esemplificativo, la delibera di aumento di capitale approvata da Digiwow S.r.l. in data 23 marzo 2022, e disponibile al sito del portale Mamacrowd, dispone un aumento di capitale che prevede: "1) una prima tranche, in via inscindibile, per l'importo complessivo di euro 79.998,30, di cui nominali euro 296,29 ed euro 79.702,01 a titolo di sovrapprezzo, mediante emissione di Quote A, Quote B, Quote C e Quote D (la "Prima Tranche"); 2) una seconda tranche, in via scindibile, per l'importo complessivo massimo di euro 920.081,70, di cui massimi nominali euro 3.407,71 e massimi euro 916.673,99 a titolo di sovrapprezzo, mediante emissione di Quote A, Quote B, Quote C e Quote D, da sottoscrivere subordinatamente all'integrale sottoscrizione della Prima Tranche".

Quanto ai soggetti coinvolti²⁷³, si osserva, anzitutto, che le società emittenti sono ancora prevalentemente start-up e PMI innovative; tuttavia, acquisiscono sempre più rilevanza le PMI non connotate da alcun requisito di innovatività, che nel 2020 rappresentavano il 17% degli emittenti, quasi tutte costituite in forma di società a responsabilità limitata. Inoltre, tali società hanno un'età media di 3 anni, una compagine sociale ridotta (meno di 7 soci) e un patrimonio che mediamente si attesta ad un valore di € 131.117.

Passando agli investitori, l'importo medio investito è pari a € 3.641 per le persone fisiche ed € 30.202 per le persone giuridiche. Tali valori segnano un tendenziale aumento, quanto ai dati analizzati dal gennaio 2020, che rilevano investimenti medi pari, rispettivamente, a € 4.476 e € 31.667.

Rilevante, inoltre, sottolineare le tipologie di quote offerte sui portali. Quanti ai dati registrati nei 12 mesi antecedenti al mese di giugno 2021, solo il 9% delle quote offerte sono ordinarie, mentre ben il 16% delle partecipazioni prevede l'esclusione *tout court* del diritto di voto. Gran parte delle quote assegnano, invece, diritti di *voice* solo al superamento di determinate soglie dell'investimento²⁷⁴. Infine, quanto al 2% residuo, si rilevano situazioni più specifiche come, ad esempio, con diritti di voto limitato, diritti particolari o diversi, anche assegnati a particolari categorie di quote²⁷⁵.

Infine, fermi i risultati non incoraggianti, o almeno in media non corrispondenti alle rosee previsioni presentate dal *business plan*, delle società in seguito alle operazioni di raccolta del capitale, di ovvia rilevanza è l'analisi del rendimento degli investimenti dei soci *crowdfunder*.

Pressoché identico quanto disposto dalla delibera approvata da Dynamopet S.r.l. in data 25 marzo 2022, consultabile al sito del medesimo portale.

²⁷³ Politecnico di Milano, *6° Report italiano sul Crowdfunding*, luglio 2021, pp. 25 ss.

²⁷⁴ A titolo esemplificativo, l'offerta di ARC Investments S.r.l., disponibile sul sito del portale Mamacrowd, prevede la possibile sottoscrizione di :”*Quote A: a fronte della sottoscrizione e versamento di un importo complessivo almeno pari ad euro 1.000.000,00; Quote B: a fronte della sottoscrizione e versamento di un importo complessivo almeno pari ad euro 25.000,00; Quote C: a fronte della sottoscrizione e versamento di un importo complessivo almeno pari ad euro 1.000,00*”. Le quote C sono sprovviste del diritto di voto. Ancora, identico schema è stato adottato da Novatek S.r.l., la cui offerta è consultabile presso il portale citato.

²⁷⁵ Politecnico di Milano, *6° Report italiano sul Crowdfunding*, luglio 2021, figura 2.4, p. 21.

La remunerazione dell'investimento nel capitale di rischio deriva o dai dividendi pagati o da plusvalenze dopo la cessione dei titoli. Stante, come già sottolineato, l'attuale assenza di un vero e proprio mercato secondario, in caso di mancata cessione del titolo, i rendimenti non possono che essere puramente teorici. Ciò precisato, l'Osservatorio fin qui citato ha ideato un particolare indice, l'*Italian Equity Crowdfunding Index*²⁷⁶, atto a descrivere tale rendimento dall'avvio del mercato.

L'indice viene calcolato in due diverse versioni, sulla base di una diversa considerazione di una nuova operazione di *crowdfunding*, ovvero: (i) *diluted*, in cui l'indice subisce una diluizione in caso di nuove operazioni; (ii) *not-diluted*, che non risente di tale effetto.

A giugno 2021, il valore dell'indice *diluted* era pari a 111,76 mentre quello dell'indice *not-diluted* era pari a 151,27. Dunque, se un investitore avesse “sottoscritto € 100 in ogni operazione di equity crowdfunding chiusa con successo fino a quella data, il valore teorico del suo portafoglio sarebbe oggi cresciuto di +11,76% in termini nominali”²⁷⁷.

4.2 Conclusioni

Giunti al termine dell'analisi della posizione del “socio-investitore” nella s.r.l. PMI “aperta”, è possibile trarre alcune conclusioni.

Dallo studio delle recenti riforme in materia societaria e dei mercati emergono alcuni *trend* che connotano le novelle legislative. In particolare, il legislatore si è impegnato a risolvere la problematica, tipica delle *closely held companies*, connessa al difficoltoso reperimento di risorse per il tramite dei tradizionali canali di finanziamento. Tale obiettivo è stato perseguito mediante due linee di intervento.

In primo luogo, vi è stata un'estensione *sic et simpliciter* delle norme, derogatorie rispetto alla disciplina codicistica e già previste per le start-up e le PMI innovative, a tutte le s.r.l. PMI. Tale scelta, tuttavia, ha portato ad un duplice problematico effetto: (i) da un lato, si è introdotta una

²⁷⁶ Disponibile al sito <https://www.osservatoriefi.it/efi/2020/10/29/scopri-il-nuovo-italian-equity-crowdfunding-index-ideato-dal-nostro-osservatorio/>.

²⁷⁷ Politecnico di Milano, 6° *Report italiano sul Crowdinvesting*, luglio 2021, p. 35.

rilevante diversificazione intercorrente fra s.r.l. PMI e “grandi”, pur rimanendo entrambe appartenenti allo stesso tipo societario; (ii) dall’altro, vi è stato un avvicinamento della disciplina applicabile alla s.r.l. PMI e alle s.p.a., che pone non pochi interrogativi sui confini tipologici oggi esistenti.

In secondo luogo, si è voluto consentire a tali società l’accesso al mercato dei capitali di rischio, in particolare attraverso lo strumento dell’*equity crowdfunding*.

In entrambe le ipotesi emerge come gli interventi legislativi siano stati, sul piano della tecnica redazionale, eccessivamente scarni e poco attenti alle conseguenze applicative della nuova disciplina.

Anzitutto, come osservato nel presente elaborato, le lacune permanenti generano problemi di interpretazione sul piano del diritto societario. Infatti, il dibattito sulla possibile applicazione di regole previste per la s.p.a. alla s.r.l. PMI si fonda su palesi convergenze fra le due società (si pensi al possibile superamento del principio di unitarietà della quota), e tuttavia non può ignorare che il semplice allargamento della compagine sociale non elide le divergenze intercorrenti fra i tipi.

Alla luce di quanto sopra, non appare chiaro quale possa essere lo scenario evolutivo della disciplina, anche a lungo termine. Da un lato, si potrebbe sostenere che il legislatore sia intenzionato a creare un *tertium genus* riferibile alla s.r.l. PMI, pur senza creare un vero e proprio nuovo tipo societario. D’altro canto, la convergenza fra s.r.l. PMI (che costituiscono la maggior parte delle s.r.l.) e s.p.a. potrebbe far presagire un superamento dei tradizionali confini tipologici, ipoteticamente attraverso l’elaborazione di una disciplina comune a tutte le società chiuse e, dall’altra parte, di norme *ad hoc* per le società quotate.

Tuttavia, le speculazioni sulla possibile evoluzione del diritto societario non risolvono l’attuale problema, affrontato in questa sede, relativo all’individuazione di una protezione adeguata riferibile al “socio-investitore”, svuotato della centralità tipica del socio di s.r.l. nella gestione dell’attività societaria; problema che, in ragione delle citate lacune normative, è quasi interamente rimesso agli interpreti.

La medesima incognita emerge in materia di diritto dei mercati. Se l’estensione di strumenti alternativi di reperimento delle risorse, come l’*equity crowdfunding*, costituisce un’opportunità per le PMI, per contro, non si possono tacere gli interrogativi che sorgono dall’analisi della disciplina in materia. Gli obblighi di *disclosure* possono ritenersi adeguati? I diritti di co-

vendita, di recesso o di riscatto, sono sufficienti ad assicurare un agile disinvestimento? Il regime di intestazione intermediata è davvero idoneo ad assicurare una circolazione efficiente delle quote?

Da tale quadro emerge come il principale *vulnus*, quanto alla tutela del “socio-investitore”, sia l’attuale inesistenza di un mercato secondario delle quote. Abbiamo già sottolineato come non manchino proposte, anche innovative, per superare la problematica illiquidità delle partecipazioni e, tuttavia, tali ipotesi si scontrano con le incertezze sul piano della qualificazione delle quote di categoria offerte al pubblico (può applicarsi la disciplina cartolare? Oppure, è possibile che tali partecipazioni rientrino nella definizione di valore mobiliare?).

Per concludere, si osservi come se, da un lato, i numerosi contributi in materia sono indispensabili alla ricostruzione di una tutela adeguata del “socio-investitore”, dall’altro il mondo imprenditoriale richiede a gran voce un’opera di sistemazione della disciplina, la quale avrebbe un effetto positivo sia per l’investitore, sia, attraverso un’incrementata attrattività degli strumenti emessi, per le stesse società.

Bibliografia

- Abriani, N. (2005). Controllo individuale del socio e autonomia contrattuale nella società a responsabilità limitata. *Giurisprudenza Commerciale*.
- Abriani, N. (2019). La struttura finanziaria della società a responsabilità limitata. *Rivista Diritto Societario*.
- Angelici, C. (2014). Sull'art. 2437, primo comma, lettera g) del c.c. *Rivista del Notariato*.
- Annunziata, F. (2016). PMI, quotazione, crowdfunding. *I modelli di impresa societaria tra tradizione e innovazione nel contesto europeo, a cura di P. Montalenti*.
- Annunziata, F. (2020). AIM Italia e disciplina degli emittenti, 10 anni dopo. *Rivista delle Società*.
- Annunziata, F. (2021). “Il migliore dei mondi possibili”? L'accesso delle PMI alle trading venues: libertà, condizionamenti e gold plating. *Rivista delle società*.
- Armour, J., & Enriques, L. (2017). The Promise and Perils of Crowdfunding: Between Corporate Finance and Consumer Contracts. *ECGI - Law Working Paper no. 366/2017*.
- Armour, J., & Enriques, L. (2017). The Promise and Perils of Crowdfunding: Between Corporate Finance and Consumer Contracts. *ECGI - Law Working Paper no. 366/2017*.
- Baccetti, N. (2019). Informazione e postergazione tra s.p.a. e nuove s.r.l. che esercitano piccole e medie imprese. *Banca, borsa e titoli di credito*.
- Baccetti, N. (2019). Informazione e postergazione tra s.p.a. e nuove s.r.l. che esercitano piccole e medie imprese. *Banca, borsa e titoli di credito*.
- Benazzo, P. (2010). I controlli nelle società a responsabilità limitata: singolarità del tipo od omogeneità della funzione? *Rivista delle Società*.
- Benazzo, P. (2019). Categorie di quote, diritti di voto e governance della "nuovissima" s.r.l. *Rivista Diritto Societario*.
- Blandini, A. (2016). Servizi finanziari per via telematica e le prospettive del diritto societario online. *Banca, Borsa, Titoli di credito*.

- Cagnasso, O. (2018). Il socio di s.r.l. privo del diritto di voto. Qualche riflessione in tema di proprietà e controllo nell'ambito delle società PMI. *IX Convegno annuale dell'associazione "Orizzonti del diritto commerciale"*. Roma.
- Cagnasso, O. (2018). Il socio di s.r.l. privo del diritto di voto. Qualche riflessione in tema di proprietà e controllo nell'ambito delle società PMI. *IX Convegno annuale dell'associazione "Orizzonti del diritto commerciale"*. Roma.
- Cagnasso, O. (2018). Limiti al diritto di controllo dei soci non amministratori di s.r.l. *Giurisprudenza Commerciale*.
- Cagnasso, O. (2018). Profili organizzativi e disciplina applicabile alle s.r.l. PMI. *XXXII Convegno di studio su Società a responsabilità limitata, piccola e media impresa, mercati finanziari: un mondo nuovo?* Courmayeur.
- Cagnasso, O. (2020). S.r.l. aperta. *Nuove leggi civili commentate*.
- Cambridge Centre for Alternative Finance. (2021). *The 2nd Global Alternative Finance Market Benchmarking Report*.
- Capelli, I. (2014). L'equity based crowdfunding e i diritto del socio. *Orizzonti del diritto commerciale*.
- Capelli, I. (2016). L'equity based crowdfunding e la c.d. dematerializzazione delle quote di s.r.l. *Osservatorio del diritto civile e commerciale*.
- Caspani, R. (2017). Postergazione dei finanziamenti dei soci e tipi sociali. *Banca, borsa, titoli di credito*.
- Castells, A. R. (2019). La Sociedad de Responsabilidad Limitada española un vehículo poco apto(y sin embargo exitoso) para las Pequeñas y Medianas Empresas . *Rivista delle Società*.
- Cian, M. (2011). Art. 2473-bis. In *S.r.l. – Commentario dedicato a G.B. Portale, a cura di A.A. Dolmetta e G. Presti*. Milano.
- Cian, M. (2014). Le start-up innovative a responsabilità limitata: partecipazioni, altri rapporti partecipativi e nuovi confini del tipo. *Le nuove leggi civili commentate*.

- Cian, M. (2015). La nozione di strumento finanziario nel sistema del diritto commerciale. *Studium Iuris*.
- Cian, M. (2015). Società start-up innovative e PMI innovative. *Giurisprudenza Commerciale*.
- Cian, M. (2016). Registro delle imprese e altri strumenti pubblicitari. *Le Nuove Leggi Civili Commentate*.
- Cian, M. (2018). L'intestazione intermediata delle quote di s.r.l. PMI: rapporto societario, regime di circolazione. *Le nuove leggi civili commentate*.
- Cian, M. (2018). S.r.l. PMI, s.p.a., s.r.l.: schemi argomentativi per una ricostruzione del sistema. *Rivista delle Società*.
- Cian, M. (2019). Le sedi di negoziazione diverse dai mercati regolamentati. *Studium Iuris*.
- Cian, M. (2019). Le sedi di negoziazione diverse dai mercati regolamentati. *Studium Iuris*.
- Cian, M. (2020). Dalla s.r.l. a base personalistica alle quote "finanziarie" e alla destinazione ai mercati: tante s.r.l.? In *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della Crisi. Studi in onore di O. Cagnasso a cura di M. Irrera*.
- Cian, M. (2020). Dalla s.r.l. a base personalistica alle quote "finanziarie" e alla destinazione ai mercati: tante s.r.l.? In *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della Crisi, Studi in onore di O. Cagnasso, a cura di M. Irrera*.
- Cian, M. (2020). *Diritto commerciale, III. Diritto delle società*. Torino.
- Cian, M. (2020). La nozione di società e i principi generali. In *Diritto commerciale, III, Diritto delle società, a cura di M. Cian*. Torino.
- Cian, M. (2021). Il tipo s.r.l.? *Le nuove leggi civili commentate*.
- Consiglio Nazionale dei dottori commercialisti e degli esperti contabili. (2019). *L'equity crowdfunding alla luce delle ultime modifiche normative e regolamentari: un'opportunità per lo sviluppo delle aziende*.
- Consiglio Nazionale del Notariato. (2018). *Studio n. 101/2018/I, La nuova disciplina delle (PMI) società a responsabilità limitata*.

- Consiglio Nazionale del Notariato. (2011). *Studio n. 138-2011/I, I diritti particolari del socio - Vicende della partecipazione tra regole legali ed autonomia statutaria.*
- Consob. (2016). *La qualità della regolazione nell'esperienza della Consob, Dalla misurazione degli oneri amministrativi al ciclo della valutazione. Il caso dell'equity crowdfunding.*
- Consob. (2018). *Relazione illustrativa degli esiti della consultazione sull'attività delle imprese e degli operatori e sugli interessi degli investitori.*
- Consob. (2018). *Relazione illustrativa della consultazione sull'attività delle imprese e degli operatori e sugli interessi degli investitori.*
- Consob. (2019). *Le offerte iniziali e gli scambi di cripto-attività.*
- Corso, S. (2021). *Le s.r.l. "aperte" al mercato tra governance societaria e diritti dei soci investitori.* Varese.
- CrowdfundingHub. (2021). *Current state of crowdfunding in Europe.*
- Cusa, E. (2019). *Le quote di s.r.l. possono essere valori mobiliari.* *Rivista delle Società.*
- Daccò, A. (2020). *La s.r.l. Caratteristiche tipologiche e struttura formale.* In M. Cian, *Diritto commerciale.*
- D'Alessandro, F. (1990). *Aumento di capitale, categorie di azioni e assemblee speciali.* *Giurisprudenza Commerciale.*
- De Luca, N. (2007). *Circolazione delle azioni e legittimazione dei soci.* Torino.
- De Luca, N. (2016). *Crowdfunding e quote «dematerializzate» di s.r.l.? Prime considerazioni, in Le nuove leggi civili commentate.* *Le nuove leggi civili commentate.*
- De Mari, M. (2019). *Equity crowdfunding, PMI non quotate e mercati secondari: una lacuna da colmare?* www.dirittobancario.it.
- De Matteis, L. (2017). *La clausola di trascinamento inserita nello statuto di una società a responsabilità limitata e criteri redazionali.* *Giurisprudenza Commerciale.*
- Dentamaro, A. (2020). *Apertura della s.r.l. PMI tra divieto di rappresentazione delle quote ex art. 2468, comma 1, c.c. e tutela dell'investitore.* In M. Irrera, *La società a*

responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della Crisi, Studi in onore di O. Cagnasso.

Di Martino, M. C. (2019). Tipico e transtipico delle categorie speciali di quote delle s.r.l. PMI. *Le Nuove Leggi Civili Commentate.*

Divizia, P. (2009). Clausole statutarie di covendita e trascinamento. *Notariato.*

Divizia, P. (2013). *Le clausole di tag e drag along.* Milano.

Fernandez, G. (2012). I diritti di controllo del socio nella s.r.l. e l'autonomia privata. *Rivista di Diritto Societario.*

Ferrarini, G. (2013). I costi dell'informazione societaria per le PMI: mercati alternativi, crowdfunding e mercati privati. *Analisi Giuridica dell'Economia.*

Filippelli, M. (2019). La trasparenza dei patti parasociali nelle società per azioni. *Rivista delle società .*

Fondazione Nazionale dei Commercialisti. (2020). *Osservatorio sui bilanci delle s.r.l. Trend 2017-2019.*

Fregonara, E. (2021). La struttura finanziaria delle s.r.l. innovative e il loro finanziamento. *Giurisprudenza italiana.*

Guidotti, R. G. (2010). Sulla derogabilità della norma relativa ai diritti di controllo del socio nella s.r.l. *Giurisprudenza Commerciale.*

Guizzardi, S. (2016). L'impresa start-up innovativa costituita in forma di S.r.l. *Giurisprudenza Commerciale.*

Guizzardi, S. (2016). L'impresa start-up innovativa costituita in forma di S.r.l. *Giurisprudenza Commerciale.*

La Sala, G. P. (2011). art 2479. In *S.r.l., commentario dedicato a G.B. Portale.* Milano.

Latella, D. (2003). Il sistema statunitense di circolazione delle «investment securities» nella disciplina dell'art. 8, uniform commercial code. *Banca, Borsa, Titoli di Credito.*

- Laudonio, A. (2019). Equity-based crowdfunding: la protezione degli investitori nel prisma delle legislazioni europee e latino-americane. *Rivista delle Società*.
- Macchiavello, E. (2018). La travagliata evoluzione normativa dell'equity crowdfunding in Italia, il nuovo regolamento Consob e la prospettiva di regolazione del crowdfunding a livello europeo: una disciplina destinata a breve vita? *Rivista diritto bancario*.
- Maltoni, M. (2014). La Srl start up innovativa. In *Le nuove Srl. Aspetti sistematici e soluzioni operative, Quaderni della Fondazione del Notariato*.
- Maltoni, M. (2014). La Srl start up innovativa. In *Le nuove Srl. Aspetti sistematici e soluzioni operative, Quaderni della Fondazione del Notariato*.
- Maugeri, M. (2004). Quali diritti particolari per il socio di società a responsabilità limitata? *Rivista delle Società*.
- Mele, B. (2020). In tema di qualità dell'informazione del sottoscrittore di quote di categoria nell'equity crowdfunding. *Giurisprudenza Commerciale*.
- Mirone, V. A. (2020). La società per azioni, Il sistema tradizionale: l'assemblea. In M. Cian, *Diritto commerciale, III, Diritto delle società*.
- Notari, M. (2003). Diritti "particolari" dei soci e categorie "speciali" di partecipazioni. *Analisi giuridica dell'economia*.
- OECD. (2018). *Blockchain Technology and Corporate Governance*.
- Osservatori Entrepreneurship Finance & Innovation, Politecnico di Milano. (2021). *6° Report italiano sul Crowdfunding*.
- Palmieri, G. (2012). Principio di proporzionalità, diritti particolari dei soci e autonomia statutaria nella s.r.l. *Rivista delle Società*.
- Policaro, G. A. (2020). Dalle s.r.l. emittenti sui portali online di equity crowdfunding alle s.r.l. aperte. "Senza deviazione dalla norma, il progresso non è possibile". In I. M., *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della Crisi, Studi in onore di O. Cagnasso*.

- Pomelli, A. (2008). Rischio d'impresa e potere di voto nelle società per azioni: principio di proporzionalità e categorie azionarie. *Giurisprudenza Commerciale*.
- Reviglione, P. (2019). Sottoscrizione e trasferimento delle partecipazioni sociali nelle P.M.I. costituite in forma di s.r.l. *Rivista Diritto Societario*.
- Rinaldo, C. (2017). Usucapione e acquisto a non domino delle quote di partecipazione in società a responsabilità limitata. *Rivista di diritto civile*.
- Rinaldo, C. (2020). La multiformità della s.r.l. *Rivista delle Società*.
- Rossi, S. (2019). S.r.l. PMI: disciplina del capitale e tipologia delle società. *Rivista Diritto Societario*.
- Salvatore, L. (2009). Diritti particolari del socio: i diritti patrimoniali. *Srl: pratica, casi e crisi. Atti del Convegno Roma, 2009 – I Quaderni della fondazione italiana del notariato*.
- Sandei, C. (2020). Initial Coin Offering e appello al pubblico risparmio. In *Diritto del Fintech, a cura di C. Sandei e di M. Cian*. Milano.
- Santagata, R. (2011). art 2468. In *S.r.l., commentario dedicato a G.B. Portale*. Milano.
- Santuoso, D. U. (2019). Introduzione alla riforma delle società a responsabilità limitata PMI e qualificazione tipologica della società a responsabilità limitata. *Rivista Diritto Societario*.
- Sciuto, M. (2020). Le quote di partecipazione. In *Le società a responsabilità limitata, a cura di C. Ibba e G. Marasà*.
- Speranzin, M. (2011). Partecipazioni senza diritto di voto nella s.r.l. In *La struttura finanziaria e i bilanci delle società di capitali. Studi in onore di E. Colombo*.
- Speranzin, M. (2012). *Diritto di sottoscrizione e tutela del socio nella s.r.l.*
- Speranzin, M. (2018). S.r.l piccole-medie imprese tra autonomia statutaria e ibridazione dei tipi (con particolare riferimento alle partecipazioni prive del diritto di voto). *Rivista delle Società*.
- Stanzione, D. (2012). La responsabilità da prospetto informativo della banca emittente tra norme speciali e clausole generali. *Rivista di Diritto Societario*.

- Tonelli, E. (2016). (High-tech) Startups, piccole e medie impresa: canali di finanziamento e problemi di Governance. *Convegno conclusivo del progetto PRIN 2010-11. "La governance dei mercati europei"* . Siena.
- Valiante, V. D. (2018). Il crowdfunding e la nuova proposta di regolamento UE. *Rivista di Diritto Societario*.
- Vitali, M. L. (2014). Equity crowdfunding: la nuova frontiera della raccolta del capitale di rischio. *Rivista delle Società*.
- Weigmann, R. (2014). Verso una definizione di s.r.l. controllata. *Rivista delle società* .
- Zanarone, G. (1985). Società a responsabilità limitata. In *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia, diretto da F. Galgano*.
- Zanarone, G. (2006). Il ruolo del tipo societario dopo la riforma. In *Il nuovo diritto societario. Liber amicorum G.F. Campobasso, a cura di P. Abbadessa-G.B. Portale*.
- Zanarone, G. (2010). Della società a responsabilità limitata. In *Codice civile, Commentario, diretto da F. D. Busnelli*. Milano.
- Zanarone, V. (2010). art 2468. Della società a responsabilità limitata. In *Codice civile, Commentario fondato da P. Schelsinger e diretto da F.D. Busnelli* . Milano.

Massime Notarili

Consiglio Notarile di Milano, massime:

- n. 138 - Voto non proporzionale nelle s.r.l. (art. 2479, comma 5, c.c.), 13 maggio 2014.
- n. 142 - Categorie di azioni e diritto di nomina di amministratori e sindaci (artt. 2348 comma 2, 2351 commi 2, 4 e 5 c.c.), 19 maggio 2015.
- n. 153 - Riscattabilità delle quote della s.r.l. (artt. 2469 e 2473-bis c.c.), 17 maggio 2016.
- n. 171 - Nozione di categorie di quote di s.r.l. PMI (art. 26, comma 2, d.l. 179/2012; art. 2468 c.c.), 27 novembre 2018.

n. 172 - Modalità e condizioni di emissione di categorie di quote di s.r.l. PMI (art. 26, comma 2, d.l. 179/2012), 27 novembre 2018.

n. 173 - Contenuto dei diritti diversi delle categorie di quote di s.r.l. PMI (art. 26, commi 2 e 3, d.l. 179/2012), 27 novembre 2018.

n. 174 - Categorie di quote a voto ridotto o maggiorato nelle s.r.l. PMI (art. 26, comma 3, d.l. 179/2012), 27 novembre 2018.

n. 175 - Categorie di quote con diritto di opzione limitato o escluso nelle s.r.l. PMI (art. 26, comma 2, d.l. 179/2012; artt. 2481-bis, 2481-ter, 2473 c.c.), 27 novembre 2018.

n. 176 - Categorie di quote con limitazione dei diritti di controllo nelle s.r.l. PMI (art. 26, comma 2, d.l. 179/2012; art. 2476, comma 2, c.c.), 27 novembre 2018.

n. 177 - Assemblee speciali dei titolari di categorie di quote di s.r.l. PMI (art. 26, comma 2, d.l. 179/2012; art. 2376 c.c.), 27 novembre 2018.

Comitato Interregionale dei Consigli Notarili delle Tre Venezie, orientamenti societari:

I.L.3 - Natura della disposizione di cui all'art. 2470, comma 1, c.c. e sua derogabilità - 1° pubbl. 9/09.

I.N.1 - Definizione Di S.R.L.-Pmi - 1° Pubbl. 9/18.

I.N.3 - Assenza Di Limiti Quantitativi Nella Creazione Di Categorie Di Quote A Voto Limitato Nelle S.R.L.-Pmi - 1° Pubbl. 9/18.

I.N.4 - Perdita Da Parte Di S.R.L. Dei Requisiti Di Pmi E Sorte Delle Categorie Di Quote Esistenti - 1° Pubbl. 9/18.

I.N.5 - Diritto Di Prelazione Negli Aumenti Di Capitale Di S.R.L.-Pmi In Presenza Di Categorie Di Quote - 1° Pubbl. 9/18.

I.N.6 - Applicazione Del Principio Dell'unicità Della Partecipazione In Presenza Di Categorie Di Quote - 1° Pubbl. 9/18.

Consiglio Notarile dei Distretti Riuniti di Firenze Pistoia e Prato, massime:

n. 15 – Categorie di azioni e nomina degli amministratori, 2010.

n. 38 - Start up innovativa e costituzione, 2014.

n. 40 - Start up innovativa, categorie di quote e aumento di capitale, 2014.

n. 41 - Start up innovativa e categorie di quote con esclusione dei diritti di controllo ex art. 2476, comma 2, c.c., 2014.

Giurisprudenza:

Cassazione civile, 4 maggio 1982, n. 2765.

Cassazione civile, 12 giugno 2007, n. 13766.

Tribunale di Milano, 13 luglio 2010.

Tribunale di Milano, 4 giugno 2015.

Tribunale di Milano, 23 settembre 2017.

Cassazione civile, 20 giugno 2018, n. 16291.

Tribunale di Bologna, 31 gennaio 2019, n. 265.

Tribunale di Venezia, 19 settembre 2020.

