Università degli Studi della Tuscia di Viterbo

Dipartimento di studi linguistico-letterari, storico-filosofici e giuridici

Corso di Dottorato di Ricerca in

Diritto dei mercati europei e globali. Crisi, diritti, regolazione - **XXXVI ciclo**

LA S.R.L. "APERTA" TRA TUTELA DELL'INVESTITORE ED EFFICIENZA DELL'ORGANISMO SOCIETARIO

s.s.d. IUS/04

Tesi di dottorato di
Dott. Luca Fruscione

Coordinatore del corso
Prof.ssa Rosa Anna Ruggiero

Tutor
Prof. Ermanno La Marca

A.A. 2023/2024

INDICE

CAPITOLO I
LE RISPOSTE DEL LEGISLATORE ALLE ESIGENZE DELLE PMI E DELLE IMPRESE INNOVATIVE. L'EVOLUZIONE DELLA S.R.L.

1. Il *credit crunch* e le politiche di sostegno alle imprese minori. 1
2. La struttura finanziaria delle imprese minori in italia. 7
3. La diversificazione del sistema finanziario italiano. La nuova *corporate finance* della s.r.l. 12
4. Gli interventi nel campo del diritto dei mercati finanziari: i canali di finanziamento alternativi al credito bancario. 16
5. L'evoluzione della s.r.l. fino alla riforma del 2003. 20
5.1. L'introduzione della s.r.l. nell'ordinamento italiano. 20
5.2. La s.r.l. disegnata dalla riforma del diritto societario del 2003. 28
5.3. I caratteri tipologici della s.r.l. riformata: rilevanza del socio e autonomia statutaria. 33
6. Gli interventi successivi alla riforma del 2003. Il diritto societario della crisi e della ripresa. 36
7. La finanziarizzazione della s.r.l. Gli interventi in materia di società innovative e PMI. Le deroghe al diritto societario codicistico. 41
8. L'irrigidimento della disciplina organizzativa della s.r.l. determinato dal codice della crisi. 46
9. La cosiddetta s.r.l. "aperta" e il processo di destrutturazione tipologica. 53
10. L'avvicinamento della s.r.l. "aperta" alla s.p.a. Conferma dell'alterità tipologica. 59
11. Le caratteristiche delle società aperte. 61
12. L'emersione nella s.r.l. "aperta" di esigenze di tutela simili a quelle che si riscontrano in una s.p.a. aperta. 66

CAPITOLO II
INDIVIDUAZIONE DELLA DISCIPLINA APPLICABILE ALLA S.R.L. "APERTA". VALORIZZAZIONE DELL'AUTONOMIA NORMATIVA DEL TIPO S.R.L.

1. Gli effetti positivi (ma non sufficienti) del Codice della crisi per la tutela degli investitori nella s.r.l. "aperta". 71
2. I tentativi di estensione alla s.r.l. "aperta" di norme tratte dalla s.p.a. Interpretazione estensiva e analogica. 72

3. Critica dell'ibridazione dei tipi societari. L'esigenza di certezza del diritto. 84
4. (*Segue*) L'autonomia della disciplina dedicata alla s.r.l. 97
5. La problematica riconducibilità della s.r.l. finanziata tramite *crowdfunding* nel novero delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio. 103
6. La normativa in materia di *crowdfunding* e di dematerializzazione delle quote: incidenza sulla disciplina della s.r.l. "aperta"… 111
7. (*Segue*) …e sul requisito dimensionale di PMI. 121
7.1. La nozione di PMI. 122
7.2. Il parziale (e incoerente) abbandono del concetto di PMI per la delimitazione dell'ambito applicativo delle misure volte a "finanziarizzare" la s.r.l. 128

CAPITOLO III
RICOSTRUZIONE DELLO STATUTO NORMATIVO DELLA S.R.L. "APERTA": *GOVERNANCE* E PREROGATIVE DEL SOCIO *CROWDINVESTOR*

SEZIONE I
PREROGATIVE DI *VOICE* DEL SOCIO *CROWDINVESTOR* E *GOVERNANCE* DELLA SOCIETÀ

1. Le logiche dell'investimento nei portali di *crowdfunding*. 137
2. (*Segue*) Il *crowdinvestor* come socio *sui generis*. La *disclosure* "atipica" delle offerte di *crowdfunding*. 141
2.1. Il peculiare "attivismo" del socio *crowdinvestor*. 150
3. L'eterogeneità della compagine sociale di una s.r.l. *crowdfunded*. Diverse tipologie di "attivismo". 152
4. Gli strumenti per la diversificazione della posizione dei soci. 155
4.1. I diritti "particolari" dei soci. 158
4.2. Le categorie di quote dotate di diritti "diversi". 164
5. Il diritto di voto. Categorie di quote a voto limitato o escluso. 169
5.1. Limiti all'emissione di quote diversificate nel voto. I *control enhancing mechanism* nella s.r.l. 174
5.2. Le altre prerogative di *voice* connesse al diritto di voto. 181
6. Il diritto di controllo individuale del socio. Compatibilità con una compagine allargata. 190
6.1. Il diritto di controllo nella s.r.l. "aperta" secondo la disciplina del modello legale. 192
6.2. I limiti dell'autonomia statutaria in materia di diritto di controllo del socio. La derogabilità *in peius*. 200
7. Il sistema dei controlli. 206

7.1. Il controllo sulla gestione. 209
7.2. (*Segue*) il complesso rapporto tra organizzazione corporativa e organizzazione dell'impresa. 213
7.3. La revisione legale dei conti. 218
8. La trasparenza informativa 221

SEZIONE II

PREROGATIVE DI *EXIT* DEL SOCIO *CROWDINVESTOR*. LIMITI E PROSPETTIVE DI UNA DISCIPLINA SOCIETARIA NON VOCATA AL MERCATO

9. Il bilanciamento tra *voice* ed *exit* per la tutela del socio investitore 227
10. (*Segue*) L'*exit* come strumento per l'efficienza della società. 230
11. Gli strumenti di *exit* a disposizione del socio *crowdinvestor*. 234
11.1. L'*exit* mediante il diritto di recesso. Profili problematici del recesso nella s.r.l. "aperta". 235
11.2. L'*exit* mediante alienazione 239
11.2.1. L'acquisto di quote proprie da parte della società. 239
11.2.2. La bacheca elettronica. 240
11.2.3. Il regime alternativo di circolazione intermediata della quota. Differenze con la gestione accentrata in regime di dematerializzazione. 242
11.2.4. I limiti della bacheca elettronica e del regime alternativo di circolazione nell'ottica di creare un mercato secondario efficiente. 248
12. Cenni sulle prospettive di mercato per la s.r.l.: la dematerializzazione della quota, la sua qualificazione come "valore mobiliare" e l'ammissione negli MTF. 254
13. Dalla s.r.l. "aperta" a quella "*apertissima*"? 263

CAPITOLO I
LE RISPOSTE DEL LEGISLATORE ALLE ESIGENZE DELLE PMI E DELLE IMPRESE INNOVATIVE. L'EVOLUZIONE DELLA S.R.L.

1. Il *credit crunch* e le politiche di sostegno alle imprese minori.

Le fasi di crisi rappresentano spesso il momento di discontinuità nell'approccio ad un determinato fenomeno, lo spartiacque tra diversi modelli di comportamento[1]. Le crisi economiche che si sono verificate nel corso dell'ultimo secolo hanno rappresentato dei punti di svolta nella regolazione del sistema bancario e finanziario, dell'intervento pubblico nell'economia e del fenomeno imprenditoriale nel suo complesso[2]. A fasi di maggiore fiducia nella capacità di autoregolamentazione privata si sono alternate fasi di ridefinizione e irrigidimento delle regole che disciplinano i comportamenti degli operatori del mercato[3].

In risposta alla crisi finanziaria globale deflagrata nel 2008[4] e ripercossasi sulle economie europee negli anni successivi, le autorità nazionali e sovranazionali hanno attuato una serie di iniziative volte, tra l'altro[5], ad imporre più elevati requisiti di

[1] L'idea della discontinuità è insita nella stessa origine etimologica della parola "crisi", che deriva dal verbo greco κρίνω, cioè "separare", "dividere" (F. MONTANARI, *GI, Vocabolario della Lingua Greca*, Torino, 2004).

[2] Cfr. C. PAGLIARIN, *Le radici costituzionali della tutela del risparmio*, in *Banca impresa società*, 2021, 1, 32.

[3] Cfr. A. LANDI, *Un decennio di regole finanziarie anticrisi*, in *Banca impresa società*, 2019, 2, 175. Sulla deregolamentazione del settore finanziario come una delle cause profonde della crisi finanziaria globale del 2008, M. ONADO, *La regolamentazione finanziaria dopo la crisi*, in *Banca impresa società*, 2019, 2, 196 ss.; ID., *Alla ricerca della banca perduta*, Bologna, 2017, 150 ss.

[4] Sulle cause della crisi del 2008 la produzione scientifica è sterminata. Si rinvia, tra gli altri, a: I. VISCO, *Anni difficili. Dalla crisi finanziaria alle nuove sfide per l'economia*, Bologna, 2018; P. ALESSANDRINI, L. PAPI, A.F. PRESBITERO, A. ZAZZARO, *Crisi finanziaria globale, crisi sovrana e crisi bancaria: l'Italia e il confronto europeo*, in A. ZAZZARO (a cura di), *Le banche e il credito alle imprese durante la crisi*, Bologna, 2014, 25; F. CAPRIGLIONE, G. SEMERARO, *Crisi finanziaria e dei debiti sovrani*, Milano, 2012; F. CAPRIGLIONE, *Crisi a confronto (1929 e 2008). Il caso italiano*, Padova, 2009; R.M. LASTRA e G. WOOD, *The Crisis of 2007–09: Nature, Causes, and Reactions*, in *Journal of International Economic Law*, 2010, vol. 13(3), 531; C. REINHART e K. ROGOFF, *Is the 2007 US Subprime Crisis So Different? An, International Historical Comparison*, in *American Economic Review*, 2008, 98(2), 339.

[5] Per un quadro più ampio degli interventi intrapresi, v. M. ONADO, *Alla ricerca*, cit., 171 ss.; F. CAPRIGLIONE, A. TROISI, *L'ordinamento finanziario dell'UE dopo la crisi*, Milano, 2014; F. CAPRIGLIONE, *Regolazione europea post-crisi e prospettive di ricerca del diritto dell'economia: il difficile equilibrio tra politica e finanza*, in *Rivista trimestrale di diritto e procedura civile*, 2016, 2, 537; F. CAPRIGLIONE, A. SACCO GINEVRI, *Metamorfosi della governance bancaria*, Milano, 2019, 85 ss. Sulla disciplina dei meccanismi di gestione delle crisi bancarie introdotta in seguito alla crisi finanziaria

patrimonializzazione per le banche e più rigidi criteri per la concessione del credito, al fine di garantire la liquidità e la stabilità del sistema bancario (Basilea III[6]). Il nuovo, più rigoroso, approccio regolatorio, pur avendo prodotto effetti positivi sulla stabilità del sistema finanziario[7], ha determinato una contrazione dei prestiti (c.d. *credit crunch*) alle famiglie e alle imprese[8], da cui è in parte dipeso il lento recupero dei livelli produttivi precrisi[9].

La contrazione del credito ha colpito in maniera più grave le imprese di minori dimensioni[10], poiché sono quelle tradizionalmente più dipendenti dal sistema bancario e che, al contempo, presentano le maggiori difficoltà sia nell'offrire solide garanzie a

---

globale, v. anche L. STANGHELLINI, *Tutela dell'impresa bancaria e tutela dei risparmiatori*, in *Banca impresa società*, 2018, 3, 424 ss.

[6] Il sistema disegnato dall'accordo Basilea III, finalizzato a prevenire l'assunzione di rischi esagerati da parte delle banche, è stato attuato, nell'ordinamento dell'Unione europea, con il Reg. (UE) n. 575/2013 del 26 giugno 2013 e con la Direttiva 2013/36/UE del 26 giugno 2013. Cfr. N. PAOLONI, *Il rapporto banca-impresa in Italia dopo la crisi 2007/2010*, Milano, 2018, 14; C. BARBAGALLO, *Crisi e regolamentazione finanziaria: cambiamenti e prospettive*, in *Banca impresa società*, 2019, 2, 319 ss.

[7] È stato recentemente osservato che l'insieme delle misure attuate in seguito alla crisi del 2008 con il fine di rendere più stabile il sistema bancario ha consentito alle banche di sostenere in maniera più efficace l'impatto della crisi economica prodotta dalla pandemia da Covid-19: cfr. F. BELTRAME, G. SOLDI, G. ZORZI, *Merito creditizio e finanza d'impresa*, Milano, 2023, 2 s.; nonché, in sede istituzionale, la presidente della BCE, C. LAGARDE, *Prefazione al Rapporto annuale della BCE sulle attività di vigilanza 2021*, reperibile in *www.bankingsupervision.europa.eu*, e il presidente del consiglio di vigilanza della BCE, A. ENRIA, *Intervista introduttiva al Rapporto annuale della BCE sulle attività di vigilanza 2021*, reperibile in *www.bankingsupervision.europa.eu*.

[8] A. ZAZZARO, *Le banche e il credito alle imprese durante la crisi: un'introduzione*, in A. ZAZZARO (a cura di), *Le banche e il credito alle imprese durante la crisi*, Bologna, 2014, 9 s.; A. LOPES, *Accesso al credito, vincoli patrimoniali e sistema bancario. L'esperienza della crisi finanziaria*¸ in *Rivista economica del mezzogiorno*, 2014, 3, 587 s. Invero, la riduzione del credito erogato all'economia potrebbe essere determinata, oltre che dall'inasprimento dei criteri per la selezione dei richiedenti credito meritevoli, anche da altri fattori, come: una minore domanda da parte delle imprese, che in periodi di instabilità riducono la propria propensione agli investimenti e all'assunzione di rischi; una minore offerta da parte delle banche, che, a causa delle mutate condizioni interne ai propri istituti, dispongono di minore liquidità e sono tenute a rispettare adeguati indici di patrimonializzazione (P. ALESSANDRINI, L. PAPI, A.F. PRESBITERO, A. ZAZZARO, *Crisi*, cit., 33).

[9] Come riporta M. ONADO, *Alla ricerca*, cit., 24, a livello mondiale, il tasso di crescita è calato dal 6 per cento del 2007 allo 0 per cento del 2009, e, a otto anni dalla crisi, pochi paesi, tra cui gli Stati Uniti, avevano recuperato i livelli di crescita antecedenti al 2007. In Italia, il Pil nel 2015 era inferiore dell'8 per cento rispetto al periodo precrisi, mentre in Grecia addirittura del 27 per cento. Come riporta I. VISCO, *Anni difficili*, cit., 18, a differenza di quanto accaduto in molti altri paesi dell'Eurozona, l'Italia nel 2017 non aveva ancora recuperato i livelli di produttività precrisi e il Pil era ancora inferiore di 5 punti percentuali rispetto al 2007.

[10] Per l'analisi degli effetti che la grande crisi finanziaria ha prodotto sulle piccole imprese italiane, v. G. SAPELLI, E. QUINTAVALLE, *Nulla è come prima. Le piccole imprese nel decennio della grande trasformazione*, Milano, 2019, 87 ss.

fronte dei prestiti richiesti, sia nel certificare e rendere trasparenti per le banche le informazioni relative alla propria organizzazione e alla propria struttura finanziaria[11].

La consapevolezza della vitale importanza che il settore delle PMI riveste per lo sviluppo del sistema economico ha indotto il decisore politico italiano ed europeo ad attuare, durante l'ultimo quindicennio, numerose iniziative a sostegno delle piccole e medie imprese, talora con particolare riguardo a quelle aventi carattere innovativo. Si sono così susseguite una serie di misure finalizzate a consentire alle imprese minori di affrontare in maniera più efficace la fase recessiva seguita alla crisi finanziaria globale e, da ultimo, le difficoltà economiche generate dalla crisi indotta dalla pandemia da Covid-19[12].

Uno dei principali interventi di *policy* dedicati alle PMI è lo *Small Business Act* (d'ora in avanti anche *SBA*), adottato dalla Commissione Europea il 25 giugno 2008[13], mediante il quale viene formalizzata l'importanza economica e sociale che le PMI rivestono nell'Unione Europea[14]. In particolare, lo *SBA*, traendo ispirazione

[11] A. LOPES, *Accesso al credito*, cit., 549 e 587; N. PAOLONI, *Il rapporto banca-impresa*, cit., 33; D. BUSCH, *The future of EU financial law*, in *Capital markets law journal*, 2022, vol. 17, n. 1, 55 s.

[12] Con specifico riguardo alle misure di sostegno alle PMI adottate in seguito alla pandemia, v. E. FREGONARA, *Le tutele alle start up innovative dopo l'emergenza sanitaria da Covid-19*, in O. CAGNASSO, A. MAMBRIANI (diretto da), *Start up e P.M.I. innovative*, Bologna, 2020, 1045; M. CORBETTA, *Politiche regionali per le piccole e medie imprese durante l'emergenza Covid-19: quali tendenze?*, in *Rivista giuridica del Mezzogiorno*, 2020, 2, 353 ss.; B. BERTARINI, *Misure di sostegno a favore delle micro, piccole e medie imprese nel contesto della pandemia Covid-19*, in *Ambientediritto.it*, 2020, 4, 1; A. PARZIALE, *Crisi pandemica e sostegno pubblico all'economia. Le garanzie del Fondo PMI e SACE*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2020, 2, 467; B. RAGANELLI, *Riserve negli affidamenti e incentivi a favore di imprese di dimensioni minori*, in *Banca impresa società*, 2022, 2, 181.

[13] COMMISSIONE UE, *Una corsia preferenziale per la piccola impresa. Alla ricerca di un nuovo quadro fondamentale per la Piccola Impresa (un "Small Business Act" per l'Europa)*, COM(2008) 394, in seguito revisionato da COM(2011) 78, *Riesame dello "Small Business Act" per l'Europa*.

[14] Cfr. C.E. PUPO, *Lo Small Business Act ed il work in progress della sua attuazione*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2014, 1, 139; G. CAPUANO, *Lo "Small Business Act": una nuova politica per le micro e piccole imprese*, in *Rivista economica del Mezzogiorno*, 2010, 4, 955; S. ZARBO, *Lo stato dell'arte: Small Business Act*, in *PMI*, 2013, 2, 35; G. GARIONI, *Le iniziative della UE per le Pmi e il portale del Made in Italy*, in *PMI*, 2012, 3, 38. In particolare, lo *SBA* prevede dieci principi, volti, rispettivamente, a *i)* dar vita a un contesto in cui imprenditori e imprese familiari possano prosperare e che sia gratificante per lo spirito imprenditoriale (*Entrepreneurship*), *ii)* far sì che imprenditori onesti, che abbiano sperimentato l'insolvenza, ottengano rapidamente una seconda possibilità, *iii)* formulare norme conformi al principio "Pensare anzitutto piccolo", cioè che, anche grazie a consultazioni con le PMI e le organizzazioni di categoria, tengano conto delle peculiarità e delle esigenze delle imprese di dimensioni minori (*Think small first*), *iv)* rendere le pubbliche amministrazioni maggiormente sensibili alle esigenze delle PMI, semplificando il contesto burocratico in cui operano le PMI e aumentando il livello di trasparenza delle decisioni amministrative che riguardano le PMI (*Responsive administration*), *v)* adeguare l'intervento politico pubblico alle esigenze delle PMI, facilitando la loro partecipazione agli appalti pubblici e utilizzando in maniera più efficace le possibilità degli aiuti di Stato per questa tipologia

dall'omonimo modello statunitense risalente al 1958[15], prevede una serie di principi – tra cui quello di agevolare l'accesso al credito e al capitale di rischio per le PMI – che dovrebbero guidare i futuri interventi legislativi, sia in ambito nazionale che europeo, affinché venga creato un contesto economico, politico e sociale capace di massimizzare le potenzialità delle imprese di minori dimensioni. Gli stati membri dell'UE hanno intrapreso numerose iniziative legislative in materia di impresa, società e mercati finanziari che risultano dichiaratamente ispirate allo *SBA* (tra cui lo Statuto delle imprese in Italia)[16], ovvero inconsapevolmente ispirate ai principi che permeano il

---

di imprese (*State aid & public procurement*), *vi)* agevolare l'accesso delle PMI al credito e in particolare al capitale di rischio, al microcredito e al finanziamento mezzanino, nonché sviluppare un contesto giuridico ed economico che favorisca la puntualità dei pagamenti nelle transazioni commerciali (*Access to finance*), *vii)* aiutare le PMI a beneficiare delle opportunità offerte dal mercato unico, soprattutto migliorando la governance e l'informazione sulle politiche del mercato unico, permettendo che gli interessi delle PMI siano meglio rappresentati in sede di elaborazione delle norme e facilitando l'accesso delle PMI ai brevetti e ai modelli depositati (*Single market*), *viii)* promuovere l'aggiornamento delle competenze nelle PMI e ogni forma di innovazione, incoraggiandole a investire nella ricerca (*Skills & innovations*), *ix)* permettere alle PMI di trasformare le sfide ambientali in opportunità (*Environment*), *x)* incoraggiare e sostenere le PMI perché beneficino della crescita dei mercati all'esterno dell'UE (*Internationalisation*).

[15] È significativo che lo *Small Business Act* adottato nel 2008 in sede europea riproponga, con le opportune differenze, molti dei principi che erano già alla base dell'omonimo *Small Business Act* emanato negli Stati Uniti d'America con legge federale del 18 luglio 1958, in base al quale (Sec. II, b(1)) il Governo Federale «should aid and assist small businesses, as defined under this Act, to increase their ability to compete in international markets by *a)* enhancing their ability to export; *b)* facilitating technology transfers; *c)* enhancing their ability to compete effectively and efficiently against imports; *d)* increasing the access of small businesses to long-term capital for the purchase of new plant and equipment used in the production of goods and services involved in international trade; *e)* disseminating information concerning State, Federal, and private programs and initiatives to enhance the ability of small businesses to compete in international markets; and *f)* ensuring that the interests of small businesses are adequately represented in bilateral and multilateral trade negotiations» (enfasi aggiunta).

[16] Lo Statuto delle imprese, introdotto dalla l. 11 novembre 2011 n. 180, pur riguardando ogni impresa, dedica particolare attenzione alla situazione delle PMI, al fine di dare attuazione ai precetti dello *SBA*, come espressamente dichiarato dall'art. 1, comma 2: «i principi della presente legge costituiscono norme fondamentali di riforma economico-sociale della Repubblica e principi dell'ordinamento giuridico dello Stato e hanno lo scopo di garantire la piena applicazione della comunicazione della Commissione europea COM(2008) 394 definitivo, del 25 giugno 2008, recante "Una corsia preferenziale per la piccola impresa - Alla ricerca di un nuovo quadro fondamentale per la Piccola Impresa (uno 'Small Business Act' per l'Europa)", e la coerenza delle normative adottate dallo Stato e dalle regioni con i provvedimenti dell'Unione europea in materia di concreta applicazione della medesima». Un altro strumento che, pur interessando ogni impresa, si rivolge in modo particolare alle PMI è il contratto di rete, introdotto dal d.l. 10 febbraio 2009 n. 5 (cfr. G. CAPUANO, *Lo Small Business Act e l'utilizzo del contratto di rete per uscire dalla crisi*, in *Economia e diritto del terziario*, 2014, 1, 29), che ha suscitato un vivace dibattito dottrinale [v., per tutti, F. BRIOLINI, L. CAROTA, M. GAMBINI, *Il contratto di rete: un nuovo strumento di sviluppo per le imprese*, Napoli, 2013; P. SACCOMANNO, *Il contratto di rete: profili di un'indagine aperta*, in *Contratto e impresa*, 2018, 2, 673; S.A. CERRATO, *Il contratto di rete*, in P. MONTALENTI (a cura di), *I modelli di impresa societaria fra tradizione e innovazione nel contesto europeo*, Milano, 2016, 111].

contesto culturale nell'ambito del quale lo *SBA* è stato adottato[17]. Si annoverano, ad esempio, la previsione di incentivi fiscali per gli investimenti nelle PMI[18], la creazione di soggetti che, nella veste di investitori professionali, sono appositamente concepiti per convogliare risorse verso imprese di piccole dimensioni (ovvero che svolgono attività ad alto contenuto innovativo)[19], nonché l'istituzione o il potenziamento di appositi soggetti che offrono sovvenzioni di vario genere alle PMI o garanzie nei confronti degli operatori che concedono credito alle PMI[20]. Inoltre, sul piano del *public procurement*,

[17] La maggior parte degli interventi a sostegno delle PMI adottati in Italia non fa menzione dello *SBA*, pur essendo chiaramente ispirati ai valori che lo permeano (C.E. PUPO, *Lo Small Business Act*, cit., 152).

[18] È il caso degli investimenti effettuati mediante un Piano Individuale di Risparmio (Pir), che concede rilevanti sgravi fiscali agli investitori persone fisiche, sia nella versione di Pir "ordinario" (art. 1, comma 88 ss., l. 11 dicembre 2016, n. 232), sia nella versione di Pir "alternativo" (art. 136, d.l. 19 maggio 2020, n. 34), che, però, contenendo una quota maggiore di titoli emessi da società italiane di minore dimensione e negoziati su mercati poco liquidi (ad esempio, l'*Euronext Growth Milan* di Borsa Italiana) o addirittura non quotati affatto, è rivolto ad investitori più sofisticati e con maggiori disponibilità economiche. Ulteriori agevolazioni fiscali sono previste anche per gli investimenti effettuati, sia da investitori *retail* che professionali, mediante gli Eltif (*European long term investment funds*, introdotti dal Reg. UE n. 760/2015 del 29 aprile 2015), organismi di investimento collettivo del risparmio specializzati nell'investimento a lungo termine in società non quotate e in piccole e medie imprese (sul tema, da ultimo, C. AVOLIO, *Dalla genesi alla liquidazione degli Eltif*, Milano, 2023). Peraltro, le agevolazioni fiscali previste dalla disciplina dei Pir e degli Eltif sono cumulabili con quelle previste per l'investimento in *start-up* innovative e in PMI innovative dall'art. 29, d.l. 18 ottobre 2012, n. 179, e dall'art. 4, d.l. 24 gennaio 2015 n. 3 (E. MIGNARRI, *Pir alternativi e nuove norme sugli Eltif per far affluire più capitali privati alle PMI*, in *Bancaria*, 2020, 11, 58). Sul rafforzamento, operato dall'art. 38, d.l. 19 maggio 2020, n. 34, degli incentivi, già previsti dall'art. 29, d.l. 179/2012, per gli investimenti in *start-up* innovative e in PMI innovative attuati direttamente da persone fisiche ovvero da Oicr specializzati, v. E. MIGNARRI, *Oicr e persone fisiche che investono in Start-up o PMI innovative: caratteristiche e agevolazioni fiscali*, in *Bancaria*, 2021, 9, 64.

[19] È il caso, ad esempio, delle Società di Investimento Semplici (SIS), introdotte nel Testo unico della finanza dall'art. 27, d.l. 30 aprile 2019, n. 34, le quali, pur essendo formalmente escluse dall'ambito applicativo della disciplina in materia di Organismi di investimento collettivo del risparmio, hanno per oggetto esclusivo l'investimento diretto del patrimonio raccolto in PMI non quotate su mercati regolamentati che si trovano nella fase di sperimentazione, di costituzione e di avvio dell'attività (F. ANNUNZIATA, *Le Società di Investimento Semplice (SIS): un nuovo veicolo a supporto di PMI e start-up*, in *dirittobancario.it*, aprile 2019; M.G. IOCCA, *La società di investimento semplice (SIS): un nuovo strumento a supporto delle PMI nel decreto crescita*, in *Nuove leggi civili commentate*, 2020, 2, 283).

[20] È il caso, ad esempio, del Fondo per la Crescita Sostenibile (FCS), istituito con l'art. 23, d.l. 22 giugno 2012, n. 83, e del Fondo di Garanzia Nazionale (FGN) per le PMI, la cui disciplina, introdotta dall'art. 2, comma 100, lett. *a*), l. 23 dicembre 1996, n. 662, è stata, dapprima, modificata con l'art. 1, d.l. 21 giugno 2013, n. 69, che ha ampliato la platea di soggetti che possono beneficiare della copertura offerta dal fondo e, in seguito, ulteriormente incisa dall'art. 13, d.l. 8 aprile 2020, n. 23, che ha temporaneamente agevolato l'accesso alla copertura offerta dal fondo al fine di favorire la ripresa economica durante il periodo della pandemia da Covid-19. Con la medesima finalità, peraltro, è stato definito un ulteriore strumento di garanzia pubblica offerto da Sace s.p.a. (art. 1, d.l. 23/2020). Sulle garanzie pubbliche introdotte a sostegno delle PMI, v. A. PARZIALE, *Crisi pandemica e sostegno pubblico*, cit., *passim*; B. BERTARINI, *Misure di sostegno*, cit., 18 ss.

sono aumentate le misure legislative che alimentano il *favor partecipationis* per le PMI nelle procedure ad evidenza pubblica promosse dalla pubblica amministrazione[21].

Parallelamente all'introduzione delle suddette misure, è stato avviato, in sede europea, un processo di riforma strutturale del sistema finanziario finalizzato alla realizzazione dell'Unione del Marcato dei Capitali (*Capital Market Union*, d'ora in avanti anche *CMU*), il cui piano di azione è volto al perseguimento di tre obiettivi principiali: *i)* sostenere lo sviluppo di un'economia verde, digitale, inclusiva e resiliente, rendendo i finanziamenti più accessibili per le imprese europee, in particolare quando si tratta di PMI; *ii)* dotare l'UE di un sistema finanziario ancora più sicuro per la tutela del risparmio e per gli investimenti di lungo termine; *iii)* far convergere i mercati nazionali dei capitali in un vero mercato unico, che agevoli gli investimenti transfrontalieri[22].

Tanto i principi alla base della *CMU*, quanto quelli che ispirano la maggior parte delle iniziative legislative adottate nell'ultimo quindicennio in materia di PMI, attribuiscono centrale importanza, per lo sviluppo economico europeo, al rafforzamento e alla diversificazione della struttura finanziaria delle imprese di minori dimensioni, la cui presenza caratterizza il sistema produttivo del continente e, in maniera ancor più marcata, quello italiano[23].

---

[21] B. RAGANELLI, *Riserve negli affidamenti e incentivi*, cit., *passim*.

[22] L'ultimo aggiornamento dell'*Action plan* per la realizzazione della *CMU* è rinvenibile in COMMISSIONE UE, *Un'Unione dei mercati dei capitali per le persone e le imprese: nuovo piano di azione*, COM(2020)590. In dottrina, sugli obiettivi della *CMU*, v. W.G. RINGE, *The Politics of Capital Markets Union*, European Corporate Governance Institute, Law Working Paper n. 469/2019, Oxford Legal Studies Research Paper n. 51/2019; D. BUSCH, *Capital Markets Union*, in F. FABBRINI, M. VENTORUZZO (a cura di), *Research Handbook on EU Economic Law*, 2019, 434; ID., *The future of Capital Markets Union after Brexit*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, 2018, 2, 37; M. LAMANDINI, *Dalla crisi del credito alla Capital markets union. Una breve nota introduttiva*, in E. GINEVRA (a cura di), *Efficienza del mercato e nuova intermediazione*, Torino, 2019, 1.

[23] La *CMU*, consentendo di schiudere nuove opportunità di finanziamento, di ridurre il costo della raccolta di capitali, di aumentare le opzioni di investimento per i risparmiatori, anche stranieri, e di sostenere progetti di investimento a lungo termine, rappresenta una fondamentale tappa nel processo di rafforzamento della struttura patrimoniale e finanziaria delle imprese di minori dimensioni. A tale scopo (cfr. D. BUSCH, *The future of EU financial law*, cit., 55 ss.), vengono introdotti, dal lato delle imprese, sia la disciplina del *crowdfunding*, sia incentivi a ricorrere agli appositi Mercati di crescita per le PMI, l'ammissione ai quali può avvenire all'esito di procedure meno complesse e costose rispetto a quelle che caratterizzano i tradizionali mercati finanziari; mentre, dal lato dei risparmiatori, vengono incentivati, oltre agli investimenti diretti nel capitale delle PMI, anche quelli indiretti, per il tramite di fondi di investimento. Una panoramica completa delle misure già adottate, nell'ambito della *CMU*, al fine di agevolare il finanziamento delle PMI, è visionabile in: *www.finance.ec.europa.eu* (alla pagina *Legislative measures taken so far to build a CMU*).

2. La struttura finanziaria delle imprese minori in Italia.

L'obiettivo di rafforzare la struttura finanziaria delle PMI, e di rendere tali imprese più resilienti dinanzi a future crisi economiche, richiede la diversificazione del tipo di risorse che compongono il loro patrimonio. La struttura finanziaria di un'impresa è il frutto di una serie di scelte organizzative e gestionali essenzialmente basate sull'analisi delle condizioni necessarie per accedere a diverse fonti di finanziamento e delle implicazioni che l'accesso a tali fonti comporta.

Una volta che l'autofinanziamento risulti non più sufficiente per le esigenze dell'impresa e sorga la necessità di fare ricorso a mezzi esterni, si presentano almeno due questioni consequenziali: *i)* quali tipologie di risorse preferire tra il capitale di rischio (*equity*) e il capitale di debito[24]; *ii)* quali strumenti utilizzare per il reperimento del tipo di risorse desiderato[25].

Nel campo della finanza aziendale sono state elaborate diverse teorie sulla struttura finanziaria ottimale, tra cui le più note sono la *trade-off theory*[26] e la *pecking order theory*[27]. Esse, come è stato osservato, offrono utili spunti per la valutazione delle scelte

[24] Sulla *summa divisio* tra capitale di rischio e capitale di debito, nonché sulle figure di apporti "ibridi" collocabili in un'area intermedia tra i conferimenti e i prestiti, v. M. LAMANDINI, *Struttura finanziaria e governo nelle società di capitali*, Bologna, 2001, 12 ss.; L. STANGHELLINI, *Le crisi di impresa fra diritto ed economia. Le procedura di insolvenza*, Bologna, 2007, 24 ss.; nonché, in generale sul finanziamento delle società di capitali, con particolare riguardo alla società per azioni, C. ANGELICI, *La società per azioni. Principi e problemi*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, già diretto da A. CICU, F. MESSINEO, L. MENGONI, e continuato da P. SCHLESINGER, vol. I, Milano, 2012, 441 ss.

[25] A. GERVASONI, *Finanza alternativa per l'economia reale*, Milano, 2021, 16 s.

[26] La c.d. *trade-off theory* si basa sulla constatazione che, almeno nella maggior parte degli ordinamenti, il debito è soggetto ad un'imposizione fiscale più favorevole rispetto a quella che colpisce gli investimenti nel capitale di rischio. Pertanto, secondo tale teoria, le imprese farebbero primariamente ricorso al debito, almeno fino a quando i benefici fiscali così ottenuti non risultino bilanciati dai costi dovuti al maggiore rischio di insolvenza che la leva finanziaria comporta (cioè fino al punto in cui si realizza il *trade-off* tra vantaggi fiscali e costi dell'insolvenza). In altri termini, il fallimento dell'impresa genera costi diretti e indiretti: quelli diretti sono rappresentati dagli oneri derivanti dalla procedura di insolvenza a cui l'impresa sarà soggetta; i costi indiretti, invece, dipendono dalla percezione negativa che gli *stakeholders* hanno dello stato di "salute" dell'impresa quando aumenta la sua esposizione al debito e quindi la probabilità che essa diventi insolvente (e così, nelle successive operazioni di indebitamento i creditori richiederanno maggiori tassi di interesse oppure rinunzieranno del tutto a finanziare l'impresa, a causa del rischio eccessivo). Di conseguenza, quando i costi (diretti e indiretti) del dissesto raggiungono un livello equivalente ai vantaggi fiscali del ricorso al debito, l'impresa dovrebbe, secondo la teoria del *trade-off*, iniziare a raccogliere capitale di rischio. Sulla *trade-off theory*, v. O. DOMENICHELLI, *Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese*, Torino, 2013, 71 ss.; L. STANGHELLINI, *Le crisi di impresa fra diritto ed economia*, cit., 27 s.; L. PICARDI, *Il ruolo dei creditori fra monitoraggio e orientamento della gestione nella società per azioni*, Milano, 2013, 31 s.

[27] Secondo la c.d. *pecking order theory* (o "teoria dell'ordine di scelta"), le imprese, nella prima fase della loro espansione, preferiscono l'autofinanziamento; in seguito, solo quando questo metodo di

finanziarie di una singola impresa e dimostrano che esiste un rapporto tra debito e capitale (c.d. leva finanziaria) oltre il quale la società pregiudicherebbe la propria stabilità; tuttavia, nessuna di queste teorie è in grado di individuare una struttura finanziaria ideale per la totalità delle imprese[28].

Si può affermare che, almeno tendenzialmente, le imprese medio-piccole prediligano, accanto all'autofinanziamento, il ricorso al credito bancario invece che al capitale di rischio[29]. Infatti, la raccolta di capitale di rischio impone all'impresa di

---

finanziamento dell'attività non è più sufficiente, ricorrono al mercato, dapprima mediante l'emissione di titoli di debito, e in seguito, quando il ricorso al debito diviene molto costoso a causa della maggiore leva finanziaria dell'impresa, mediante l'emissione di titoli rappresentativi del capitale di rischio (*equity*). In maniera semplicistica, si può ritenere che l'impresa, se ritiene che gli investimenti che si appresta a compiere saranno molto profittevoli, tenderà a preferire il finanziamento tramite strumenti di debito, cosicché essa sarà tenuta a remunerare i creditori con un ammontare fisso e potrà appropriarsi di tutto il rendimento in eccesso generato; mentre, se non crede che gli investimenti da finanziare genereranno particolari profitti, o se, in generale, è consapevole della precarietà finanziaria in cui versa, probabilmente preferirà emettere titoli di partecipazione al capitale di rischio, cosicché le eventuali perdite saranno condivise con un maggior numero soggetti, i quali, inoltre, non avranno alcun diritto al rimborso delle somme investite. Di conseguenza, il mercato, per tutelarsi dal rischio di investimenti non convenienti, penalizzerebbe le emissioni di capitale, sottovalutandole, e quindi determinando un calo del valore dell'impresa; pertanto, l'impresa ricorrerebbe al capitale di rischio solo in ultima istanza. Al contrario, il ricorso «[al] debito [sarebbe] un segnale della fiducia che il *management* ripone nella buona riuscita dell'iniziativa economica in base alle informazioni "privilegiate" di cui esso dispone» (così, M. LAMANDINI, *Struttura finanziaria*, cit., 19). In sintesi, alla base di questa teoria sulla struttura finanziaria dell'impresa vi è l'effetto di segnalazione (positiva o negativa, in base al tipo di apporto ricercato dall'impresa) che il finanziamento esterno provoca sul mercato, a causa dell'asimmetria informativa che separa l'impresa dai potenziali investitori (C. ANGELICI, *La società per azioni*, cit., 448). Per la dimostrazione matematica della teoria del *pecking order*, si rinvia a O. DOMENICHELLI, *Le determinanti della struttura finanziaria*, cit., 87 ss. In generale, sul tema, v. i noti lavori di S.C. MYERS, *The Capital Structure Puzzle*, in *The Journal of Finance*, 1984, vol. 39, issue 3, 574; S.C. MYERS, N.S. MAJLUF, *Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have*, in *Journal of Financial Economics*, 1984, vol. 13, issue 2, 187; M. FRANK, V. GOYAL, *Testing the Pecking Order Theory of Capital Structure*, in *Journal of Financial Economics*, 2003, vol. 67, 217 ss.; e, nella manualistica, R.A. BREALEY, S.C. MYERS, F. ALLEN, S. SANDRI, *Principi di finanza aziendale*, New York, 2020, 476 ss. Nella dottrina italiana, v. G. ROMANO, *Valore d'impresa e benefici fiscali dell'indebitamento. Teoria e modelli applicativi*, in *Rivista dei dottori commercialisti*, 2016, 4, 601.

[28] In questi termini, M. LAMANDINI, *Struttura finanziaria*, cit., 19, che riporta il pensiero espresso da M. MILLER, *Debt and Taxes*, in *The Journal of Finance*, 1977, 32, 269 («There will be an equilibrium level of aggregate corporate debt […], and hence an equilbrium debt-equity ratio for the corporate sector as a whole. But there would be no optimum debt ratio for any individual firm»). Nello stesso senso, G. DI GIORGIO, P. MURRO, *Le PMI italiane e la sfida della crescita*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2021, 1-2, 12 ss.

[29] Generalmente, la preferenza per le diverse fonti di finanziamento dipende, oltre che dalla immediata sostenibilità economica dell'accesso alle stesse (aspetto non indifferente soprattutto per le piccole imprese), anche da altri fattori come: le loro implicazioni fiscali (v. L. FACCINCANI, *L'impatto della fiscalità societaria sulle decisioni di struttura finanziaria: riflessioni critiche sulla normativa di indeducibilità degli interessi passivi*, in *Rivista dei dottori commercialisti*, 2008, 3, 435, secondo il quale «il caso italiano è emblematico, visto che la fiscalità societaria ha ricoperto un ruolo di primario rilievo nell'evoluzione dei modelli finanziari delle imprese italiane, storicamente connotati da una scarsa patrimonializzazione in ragione, tra le diverse motivazioni, della minor onerosità dei mezzi di terzi

sopportare i costi che derivano dall'adempimento agli obblighi di *disclosure* e dalla predisposizione di strutture organizzative che offrano opportune garanzie di trasparenza; a ciò consegue, peraltro, una maggiore esposizione agli occhi del fisco, delle autorità di vigilanza e dei soci di minoranza[30]. D'altronde, i costi dell'accesso al mercato dipendono anche dalla valutabilità dei rischi per gli investitori. Questi, infatti, attribuiscono maggior valore alle imprese che siano in grado di dimostrare la solidità patrimoniale, la qualità della struttura di governo, la trasparenza dei dati contabili e la chiara individuazione dei soggetti che svolgono i ruoli di amministrazione e di controllo[31]; pertanto, un'impresa deficitaria sul profilo della trasparenza, in caso di accesso al mercato, correrebbe il rischio di una sottovalutazione. Inoltre, la preferenza del canale bancario dipende anche dall'esigenza – particolarmente sentita nelle imprese minori che sono sovente sottoposte al comando di una famiglia[32] – di mantenere intatta

---

rispetto all'*equity*, determinata, a sua volta, dal vantaggio fiscale che gli interessi passivi corrisposti a terzi finanziatori hanno generato»); le valutazioni prognostiche relative al rischio di dissesto dell'attività (v. la *trade-off theory* illustrata *supra*); le esigenze legate al controllo dell'impresa; le caratteristiche intrinseche dell'attività esercitata, ad esempio l'innovatività. A quest'ultimo proposito, in particolare, le piccole imprese che esercitano attività aventi carattere innovativo sembrerebbero prediligere, rispetto alle altre imprese di dimensioni ridotte, il capitale di rischio fornito da *venture capitalists*, cioè gli unici soggetti dotati di una specializzazione adeguata per comprendere le caratteristiche dell'attività innovativa esercitata (O. DOMENICHELLI, *Le determinanti della struttura finanziaria*, cit., 95). L'osservazione è rinvenibile anche in L. CANOVI, A.G. GRASSO, V. VENTURELLI, *Il fabbisogno di capitale di rischio delle PMI innovative in Italia*, in *Banca impresa società*, 2007, 2, 309 ss.; R.M. VISCONTI, *La valutazione delle start-up*, in *Diritto industriale*, 2021, 4, 389; D. COLONNELLO, E.R. IANNACCONE, G. MOLLO, M. ONZA, *Piccole e medie imprese e finanziamento del progetto imprenditoriale: una ricerca per un nuovo tipo di emittente*, CONSOB – *Quaderni giuridici*, n. 24, giugno 2022, 10; E. COTTA RAMUSINO, *Start up innovative e sistema finanziario*, in O. CAGNASSO, A. MAMBRIANI (diretto da), *Start up e P.M.I. innovative*, Bologna, 2020, 1001 ss., il quale individua nei fondi di *venture capital* i più adatti soggetti finanziatori per le *start-up* innovative, poiché le banche, «avendo una struttura del passivo largamente a vista, con funzioni monetarie, non possono impegnarsi in modo significativo nel finanziamento di progetti che si caratterizzano per un elevato profilo di rischio, un orizzonte temporale di lungo termine, un ridotto, sostanzialmente nullo, grado di liquidità».

[30] F. CESARINI, G. GOBBI, *Il finanziamento delle imprese italiane: dal credito bancario al mercato*, in E. GINEVRA (a cura di), *Efficienza del mercato e nuova intermediazione*, Torino, 2019, 14. Cfr., sul desiderio di allontanare "occhi indiscreti" dalla gestione dell'impresa sociale, 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 M. IRRERA (a cura di), *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della Crisi. Studi in onore di Oreste Cagnasso*, Torino, 2020, 126.

[31] F. CESARINI, G. GOBBI, *Il finanziamento delle imprese italiane*, cit., 15.

[32] Il c.d. capitalismo familiare rappresenta uno dei principali connotati del sistema economico italiano e caratterizza, oltre a larga parte delle imprese di minori dimensioni, anche un consistente numero di imprese medio-grandi. Vastissima è la produzione scientifica che ha analizzato le origini storiche e le ragioni antropologiche della nascita e della diffusione delle imprese familiari in Italia e all'estero (sul tema, v. G. SAPELLI, *Elogio della piccola impresa*, Bologna, 2013, 67: «L'Italia è il paese per eccellenza della piccolissima e piccola impresa perché è tra le società mondiali in cui è più pervasivo il predominio di quella società naturale che è la famiglia, che esercita un ruolo dominante su tutte le altre forme umane

la struttura proprietaria e, con essa, il controllo dell'impresa[33]. Non meno importante, tra le cause della dipendenza dal canale bancario, è anche la scarsa attitudine di molti imprenditori ad informarsi sulle diverse opportunità di finanziamento e a sperimentare nuovi strumenti[34]. Lo sviluppo di una finanza di mercato, invece, richiederebbe l'adozione di un modello di *corporate governance* che separi, almeno in parte, la proprietà dal controllo[35] e, inoltre, richiederebbe la propensione delle imprese a crescere in dimensione e innovare la propria struttura organizzativa, risultati che non sempre rientrano tra gli obiettivi di chi guida le piccole imprese.

Per le ragioni esposte, le PMI italiane presentano mediamente un basso livello di capitalizzazione e una struttura finanziaria fortemente sbilanciata verso il debito e, in particolare, verso il debito bancario[36]. Tale fonte di finanziamento, invero, comporta per le imprese medio-piccole l'indubbio vantaggio di poter sviluppare un rapporto banca-impresa di lunga durata (*relationship banking*)[37], nell'ambito del quale la banca può

---

intermedie in cui si articola e differenzia la società»). Per limitare i richiami ad alcune opere più recenti sul tema "classico" dell'impresa di famiglia, v. C. VALLONE, *La corporate social responsibility nelle PMI familiari*, Torino, 2021; C. FUMAGALLI, *Piccola impresa, indicativo futuro. L'intelligenza del polpastrello*, Milano, 2022; A. COLLI, *Capitalismo famigliare*, Bologna, 2007.

[33] M. LAMANDINI, *Struttura finanziaria*, cit., 18. Invero, l'unico mezzo finanziario che tutela il gruppo di comando da influenze esterne sulla gestione è l'autofinanziamento, poiché il ricorso al debito sovente comporta la necessità di stipulare con i creditori degli accordi (c.d. *financial convenants*) finalizzati a ridurre il rischio di comportamenti opportunistici da parte del debitore (F. BRIZZI, *Doveri degli amministratori e tutela dei creditori nel diritto societario della crisi*, Torino, 2015, 42 s.). Tali convenzioni possono attribuire ai creditori il potere di variamente influire sul governo societario, orientandone alcune decisioni (in generale, sui *covenants* e sulla *debt governance*, v. L. PICARDI, *Il ruolo dei creditori*, cit., *passim*).

[34] Il *finance gap* di cui soffrono le PMI, pertanto, non sarebbe causato esclusivamente dal *supply gap*, dovuto alla maggiore difficoltà di reperire fondi, ma anche al *knowledge gap*, riguardante la mancanza di consapevolezza delle opportunità di finanziamento extra-bancarie (O. DOMENICHELLI, *Le determinanti della struttura finanziaria*, cit., 96).

[35] C. ZARA, E. FELTRINELLI, *PMI, rapporti con i finanziatori e complessità d'impresa*, in *Banca impresa società*, 2006, 2, 304.

[36] F. BELTRAME, G. SOLDI, G. ZORZI, *Merito creditizio*, cit., 4; N. PAOLONI, *Il rapporto banca-impresa*, cit., 43, il quale riporta che il livello di *leverage* (rapporto tra debiti e mezzi propri) delle imprese italiane è nettamente maggiore (aumentato dal 42% al 48% dal 2007 al 2012) rispetto a quello della Francia (aumentato dal 27% al 34% nello stesso scarto temporale) e a quello della Germania (aumentato dal 39% al 42%. Peraltro, sul totale dei debiti contratti dalle imprese, il peso del debito bancario è del 66,5%, rispetto al 50% dell'area euro e al 30% di paesi tradizionalmente mercato-centrici come Stati Uniti e Regno Unito). Cfr. F. PANETTA, *A financial system for Growth*, 27 gennaio 2014, reperibile in *www.bancaditalia.it*.

[37] Con l'espressione *relationship banking* si suole intendere «una strategia a disposizione della banca che presume una serie di interazioni ripetute tali da consentire l'accumulazione di informazioni non pubbliche, nonché di ammortizzare i costi relativi al loro ripetuto reperimento o servizi dedicati al cliente». Questo tipo di «relazioni intense e durature comportano benefici per le imprese affidate in termini di quantità di credito offerto e/o migliori condizioni di accesso al medesimo» (A. LOPES, *Accesso*

adottare le decisioni in merito all'erogazione o meno del credito, e al costo dello stesso, anche alla luce di fattori (informazioni c.d. *soft*) che esulano dalla mera valutazione del rischio dell'attività e della sua stabilità finanziaria in un preciso momento[38]. Nel mercato dei capitali, invece, la trasparenza delle informazioni relative alla situazione finanziaria delle imprese determinerebbe l'allontanamento di potenziali finanziatori da attività che sperimentano temporanei momenti di instabilità finanziaria[39].

---

al credito, cit., 543, donde le espressioni citate). Peraltro, nelle piccole società "chiuse" il rapporto tra l'impresa e la banca è così stretto da consentire, in alcuni casi, al creditore di esercitare un'influenza esterna sul governo dell'impresa (L. PICARDI, *Il ruolo dei creditori*, cit., 9).

[38] È possibile che la banca mantenga la linea di credito nei confronti di imprese in difficoltà, o durante periodi di recessione, perché magari intenzionata ad estrarre una rendita di posizione da quel rapporto di credito (A. PERRONE, *Il diritto del mercato dei capitali*, Milano, 2020, 19 s.; E. BONACCORSI DI PATTI, V. NIGRO, *La struttura finanziaria delle nuove imprese, nel periodo pre- e post-crisi*, BANCA D'ITALIA – *Questioni di economia e finanza*, n. 449, 20 luglio 2018, 5) oppure perché l'analisi degli elementi "qualitativi" (informazioni c.d. *soft*) dell'attività e del progetto che ne è alla base continua a mostrare garanzie di affidabilità, nonostante la poca stabilità dei parametri finanziari (informazioni c.d. *hard*). Sull'opportunità che, nell'erogazione di prestiti alle PMI, l'analisi del *business plan*, svolta da personale bancario esperto in finanza aziendale e in economia industriale, integri l'analisi basata sui modelli quantitativi di valutazione del rischio che sono imposti alle banche, v. G. MAROTTA, *Per un accesso sostenibile delle PMI al credito*, in A. ZAZZARO (a cura di), *Le banche e il credito alle imprese durante la crisi*, Bologna, 2014, 358 e 376 s. Sull'importanza delle informazioni *soft* ai fini della corretta valutazione delle PMI, v., prima che la crisi finanziaria globale determinasse un inasprimento dei requisiti *hard* che le imprese devono possedere per accedere al credito, V. SALOTTI, *La struttura finanziaria delle piccole e medie imprese italiane e il rapporto con le banche: il triennio 1998-2000*, in *Banca impresa società*, 2007, 1, 113. Sul tema, v. anche, di recente, F. FASANO, *The bank-firm human relationship in the era of globalization and digitalization*, Torino, 2022, 27. Sugli elementi che le banche devono valutare ai fini della decisione di concedere credito a un'impresa, la European Banking Authority ha recentemente adottato delle linee guida (EBA, *Guidelines on loan origination and monitoring*, 29 maggio 2020, EBA/GL/2020/06, reperibile in *www.eba.europa.eu*) che invitano le banche a valutare il merito creditizio del cliente alla luce di un'accurata «visione d'insieme» della situazione del cliente. Sul ruolo di *partner* commerciale che le banche potrebbero rivestire nel rapporto con le PMI a cui concedono credito, v. L. BLINI, F. MASTROPIETRO, *Il ruolo delle banche come partner commerciale e non solo finanziario delle PMI*, in *Rivista Minerva Bancaria*, 2021, 6, 131. Sull'importanza ricoperta dalle banche locali nel sostegno all'economia delle regioni europee dotate di un sistema finanziario meno sviluppato, come l'Italia meridionale, v. O. BUTZBACH, G. CINQUEGRANA, C. DONATI, D. SARNO, *Regional Financial Sector and Capital Structure Decisions in a Dualistic Economy*, in *L'industria*, 2020, 2, 341; I. SUPINO, *Individuazione di «fonti alternative di finanziamento» per le PMI nelle previsioni della Capital Market Union*, in *Contratto e impresa*, 2016, 4-5, 945.

[39] A. PERRONE, *Il diritto del mercato*, cit., 20.

3. La diversificazione del sistema finanziario italiano. La nuova *corporate finance* della s.r.l.

Nei sistemi finanziari c.d. bancocentrici, come quello italiano[40], le imprese hanno incontrato maggiori difficoltà nel fronteggiare il *credit crunch* conseguito alla crisi finanziaria del 2008[41]. Tale circostanza ha portato ad emersione l'esigenza che le imprese italiane diversifichino la propria struttura finanziaria, raccogliendo, oltre al credito bancario, anche capitale di rischio nel mercato, al fine di aumentare la propria capitalizzazione. Per realizzare un simile obiettivo, però, è necessario che il sistema finanziario stesso sia diversificato, ovvero consenta di reperire risorse provenienti da più canali e soprattutto mediante strumenti che, in termini di oneri richiesti, siano adatti alle imprese minori.

Non si tratta di un problema nuovo. La diversificazione del sistema finanziario è da decenni una delle principali finalità della politica economica italiana[42]. Un sistema finanziario che non faccia affidamento esclusivo sull'intermediazione bancaria è considerato necessario per realizzare, nel breve termine, l'obiettivo di consentire alle realtà imprenditoriali minori di fronteggiare il *credit crunch*, mentre, nel lungo termine, quello di stimolare gli investimenti nel campo dell'innovazione – uno dei principali

[40] È ben noto che in Italia, come nelle altre nazioni dell'Europa continentale, il perno del sistema finanziario sia rappresentato dalle banche, le quali, interponendosi tra i soggetti che offrono risorse e quelli che le domandano, gestiscono il c.d. risparmio inconsapevole (F. BELTRAME, G. SOLDI, G. ZORZI, *Merito creditizio*, cit., 3 s.; N. PAOLONI, *Il rapporto banca-impresa*, cit., 1).

[41] Il dato empirico ha ampiamente dimostrato che nei paesi in cui il mercato dei capitali è più sviluppato, e quindi il sistema finanziario si basa, in maniera equilibrata, sia sulle banche che sul mercato, il recupero dalle fasi di recessione risulta più rapido. In tal senso, con varietà di argomentazioni, v. G. MAROTTA, *Per un accesso sostenibile*, cit., 365; C. BARBAGALLO, *Crisi e regolamentazione*, cit., 331; W.G. RINGE, *The Politics*, cit. Così, anche I. VISCO, *La finanza d'impresa in Italia: recente evoluzione e prospettive*, Intervento del Governatore della Banca d'Italia, Milano, 13 febbraio 2019, 3, reperibile in *www.bancaditalia.it*: «un sistema finanziario diversificato consente all'economia di contenere gli effetti di shock avversi. Nei paesi dove la finanza di mercato è più sviluppata la riduzione del credito innescata dalla crisi finanziaria globale è stata più facilmente compensata dal maggior ricorso delle imprese al mercato obbligazionario e a intermediari non bancari e gli effetti negativi sull'economia sono stati superati più rapidamente. In Italia la sostituzione tra credito bancario e altre forme di finanziamento è stata nel complesso contenuta e ha riguardato, almeno inizialmente, un numero limitato di imprese, tipicamente i pochi grandi gruppi industriali già presenti sul mercato».

[42] F. CESARINI, G. GOBBI, *Il finanziamento delle imprese italiane*, cit., 12. Che la scarsa propensione delle imprese italiane ad accedere al mercato dei capitali sia un problema, lo si comprende dal fatto che, a metà degli anni '80, l'allora governatore della Banca d'Italia Carlo Azeglio Ciampi, lamentava che «le società quotate alla Borsa di Milano sono meno numerose di quanto fossero nell'età giolittiana. Eppure, è ampio il numero di imprese che posseggono i requisiti per la quotazione» (BANCA D'ITALIA, *Considerazioni finali. Assemblea generale ordinaria dei partecipanti, relativa all'anno 1984 (91° esercizio)*, tenuta in Roma il 31 maggio 1985, reperibile in *www.bancaditalia.it*).

driver dello sviluppo economico[43] – e di favorire la capitalizzazione e la crescita dimensionale delle imprese italiane, con la conseguente maggiore competitività in ambito internazionale[44].

L'obiettivo di diversificare la struttura finanziaria delle imprese assume particolare importanza per quelle di piccole dimensioni (PMI) e, a maggior ragione, per quelle di nuova costituzione (cioè in fase di *start-up*) o esercenti attività innovative (*start-up* innovative e PMI innovative)[45]. In questi casi, infatti, l'assenza di *track record* e di flussi di cassa storici stabili e positivi, insieme alle asimmetrie informative dipendenti dalla peculiare attività svolta dall'impresa e dall'accentramento delle conoscenze in mano a pochi soggetti che la gestiscono, inducono le banche a negare concessioni di credito, se non a fronte di tassi di interesse maggiorati[46]. Non è un caso che, nel segmento di imprese individuato con la locuzione PMI, sono le imprese "medie", generalmente, a ricevere le condizioni di prestito più convenienti, con il conseguente effetto che il credito bancario risulta particolarmente appetibile proprio per quelle imprese che, più rispetto alle "piccole", potrebbero ambire a crescere con la finanza di mercato[47], in quanto dotate di una solida struttura organizzativa ed economico-finanziaria, capace di offrire le opportune garanzie al mercato[48].

---

[43] Sull'importanza che lo stimolo all'innovazione delle attività produttive ricopre nella crescita del sistema economico, v. S. GUIZZARDI, *L'accesso al capitale di rischio delle società innovative a responsabilità limitata*, Milano, 2022, 3 ss.; e, per un'ampia ricostruzione di molte delle misure adottate in favore delle *start-up* e PMI innovative, v. M. SPIOTTA, *Dalle start up alle P.M.I. innovative: l'evoluzione del quadro normativo*, in O. CAGNASSO, A. MAMBRIANI (diretto da), *Start up e P.M.I. innovative*, Bologna, 2020, 1.

[44] MINISTERO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE, *Finanza per la Crescita – Finance for Growth*, 2016, reperibile in *www.mef.gov.it/farsiunidea*. Cfr. G. SERVIDIO, A.M. FONTANA, *Finanza alternativa al credito bancario: una via per crescere*, in *Rivista economica del mezzogiorno*, 2020, 1-2, 154; F. CESARINI, G. GOBBI, *Il finanziamento delle imprese italiane*, cit., 12.

[45] Sul concetto di PMI e su quello di società (*start-up* o PMI) innovativa v., rispettivamente, Cap. II, par. 7.1, e Cap. I, par. 7.

[46] F. BRIZZI, *S.r.l. PMI e offerta al pubblico di quote di partecipazione*, Torino, 2022, 9; D. COLONNELLO, E.R. IANNACCONE, G. MOLLO, M. ONZA, *Piccole e medie imprese e finanziamento del progetto imprenditoriale: una ricerca per un nuovo tipo di emittente*, CONSOB – *Quaderni giuridici*, n. 24, giugno 2022, 10.

[47] I costi legati all'accesso al mercato dei capitali risultano più sostenibili per le imprese di dimensioni medie che godono di buone prospettive di crescita e che, in vista dell'aumento del volume di attività, accettano l'evenienza di condividere il controllo con nuovi investitori; tuttavia, è proprio nei confronti di questa fascia di imprese che l'offerta di credito bancario risulta più vantaggiosa e competitiva: F. CESARINI, G. GOBBI, *Il finanziamento delle imprese italiane*, cit., 16. Cfr. D. COLONNELLO, E.R. IANNACCONE, G. MOLLO, M. ONZA, *Piccole e medie imprese e finanziamento del progetto*, cit., 11 s., ove viene sottolineato che il reperimento del capitale di debito diviene più agevole quando l'impresa abbia ottenuto la conferma della validità del *business* intrapreso, cioè una volta che, superata la fase di *start-up*,

Dunque, al fine di rafforzare la capitalizzazione delle imprese minori è essenziale che il sistema della finanza di mercato offra strumenti economicamente sostenibili, competitivi con le condizioni del credito bancario – soprattutto in relazione alle imprese "medie" – e capaci di indurre un cambiamento culturale nel modo di "fare impresa"[49].

Per realizzare tale obiettivo sono stati riformati, in Italia e in Europa, sia gli strumenti tecnici e normativi con cui le PMI e le *start-up* possono raccogliere risorse economiche, sia la disciplina delle società nelle cui vesti viene esercitata un'impresa medio-piccola[50]. Dunque, la diversificazione del sistema finanziario italiano ed europeo viene perseguita mediante misure che si esplicano su due piani. Nel campo del diritto dei mercati finanziari, le misure adottate attengono alla creazione o al potenziamento dei canali di finanziamento alternativi rispetto a quello bancario. Nel campo del diritto societario, l'azione del legislatore è stata diretta ad adattare la disciplina societaria ad una struttura finanziaria maggiormente proiettata verso il mercato. D'altronde, l'aumento degli strumenti tecnici per l'approvvigionamento di risorse sarebbe vano se la disciplina della *corporate finance* non fosse pronta ad accogliere le risorse stesse[51].

Quanto esposto deve essere calato nel contesto fattuale che vede la società a responsabilità limitata come il tipo societario maggiormente utilizzato per l'esercizio delle piccole e medie imprese. Tale circostanza spiega perché le riforme attuate nel campo del diritto societario, aventi come finalità la diversificazione della struttura finanziaria delle PMI, hanno prevalentemente interessato la s.r.l., piuttosto che la s.p.a. D'altronde, la s.p.a., che rappresenta il tipo societario a vocazione finanziaria per

---

i fabbisogni finanziari dell'impresa si siano stabilizzati, essendosi ridotto il tasso di crescita degli investimenti da essa realizzati e correlativamente i rischi aziendali.

[48] E. PEDERZINI, F. DE GOTTARDO, *Incentivi e ostacoli al finanziamento delle PMI s.r.l. sui mercati dei capitali*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2022, 2, I, 297.

[49] In proposito, v. le riflessioni di Renzo Costi (R. COSTI, L. ENRIQUES, F. VELLA, *Diritto commerciale. Una conversazione*, Bologna, 2019, 125 s.), il quale, pur ritenendo difficile prevedere quando possa realizzarsi un cambiamento culturale nell'imprenditoria italiana, riconosce che, allo scopo di spingere le imprese minori verso il mercato dei capitali, siano particolarmente utili le misure previste dal progetto di *Capital Market Union*, mentre ritiene di più breve respiro gli incentivi fiscali introdotti al mero scopo di invogliare le imprese a reperire capitali sul mercato.

[50] Cfr. F. VELLA, *Crescere su mercati e piattaforme: le Piccole medie imprese tra regole e politica industriale*, in *Mercato Concorrenza Regole*, 2019, 2, 254, il quale parla di una stagione di riforme «realizzata attraverso la contaminazione tra due insiemi di interventi; regole per i mercati e regole per i modelli societari: si semplificano le prime, si semplificano e si cambiano, anche radicalmente, le seconde».

[51] Cfr. E. PEDERZINI, F. DE GOTTARDO, *Incentivi e ostacoli*, cit., 274 ss.

eccellenza, può essere considerata come società a finanziarizzazione "piena", cioè dotata della possibilità di raccogliere ogni tipo di risorsa (debito, capitale di rischio o forme intermedie) nel mercato[52], a differenza della s.r.l., società a tendenziale vocazione personalistica, alla quale molte modalità di finanziamento tramite il mercato sono state precluse o riconosciute in maniera limitata dalla riforma del diritto societario del 2003[53]. Pertanto, posto che le politiche legislative dell'ultimo quindicennio, perseguendo l'obiettivo di rafforzare la struttura finanziaria delle PMI, hanno determinato la moltiplicazione delle modalità attraverso cui può avvenire la raccolta di finanziamenti, è naturale che sia stata la disciplina della s.r.l. a subire gli interventi più incisivi. Relativamente alla s.p.a., invece, l'estensione degli strumenti di finanziamento utilizzabili dalle PMI ha richiesto solamente leggeri adattamenti della disciplina dei canali attivabili dall'impresa (ad esempio, con l'aggiunta dei portali di *crowdfunding* al fianco delle tradizionali *trading venues*), ma senza che ciò abbia comportato stravolgimenti nella disciplina del tipo societario, il quale, si ribadisce, è già pensato per essere compatibile con un livello massimo di finanziarizzazione[54].

[52] Cfr. C. ANGELICI, *La società per azioni*, cit., 445, ove il rilievo che l'ordinamento prevede modalità di finanziamento riservate in via di principio alle sole società per azioni, tra cui, in particolare, tutte le operazioni di massa (come l'emissione di azioni o di obbligazioni), che possono «inserirsi senza particolari difficoltà in una struttura organizzativa la quale già di per sé, potrebbe dirsi per definizione, è destinata ad operazioni siffatte».

[53] In altri termini, e con le dovute semplificazioni, la s.p.a. uscita dalla riforma del 2003 può raccogliere tramite il mercato ogni tipo di apporto (capitale di rischio, di debito e forme intermedie), da ogni fonte (investitori professionali e al dettaglio), mediante tendenzialmente tutti gli strumenti offerti dal diritto dei mercati finanziari (offerte al pubblico di strumenti finanziari sui mercati regolamentati e sulle altre *trading venues*, contrattazioni private e, ora, anche offerte sui portali di *crowdfunding*). Discorre della «possibilità della SpA di ricorrere al mercato in ogni sua forma» G. PRESTI, *Vent'anni vissuti pericolosamente. TUF e codice civile: una convivenza difficile*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2019, 2, 489. La s.r.l., invece, come plasmata dalla riforma del 2003, non poteva fare appello al pubblico risparmio per raccogliere capitale di rischio, avendo solo la possibilità di emettere titoli di debito per la raccolta di finanziamenti da parte di investitori professionali. Questione affatto diversa, invece, è quella attinente alla "natura" dei beni che possono essere apportati in società: in questo caso è la s.r.l. a disporre di maggiori potenzialità rispetto alla s.p.a., potendo acquisire come conferimento anche prestazioni d'opera o di servizi (art. 2464 c.c.); tuttavia, questa circostanza non rappresenta un'eccezione alle maggiori possibilità di raccogliere investimenti finanziari da parte della s.p.a., essendone anzi la conferma, poiché dimostra ancor più decisamente la natura personalistica e non finanziaria della s.r.l. (cfr. C. ANGELICI, *La società per azioni*, cit., 443 *sub* nota 5).

[54] E. PEDERZINI, F. DE GOTTARDO, *Incentivi e ostacoli*, cit., 279: «è quindi immediatamente percepibile la diversa portata degli interventi di ammodernamento della finanza d'impresa nei confronti, rispettivamente, della s.p.a., quale società dotata di un apparato normativo già orientato all'apertura ai mercati, e della s.r.l., tradizionalmente concepita come società chiusa».

4. Gli interventi nel campo del diritto dei mercati finanziari: i canali di finanziamento alternativi al credito bancario.

L'affrancamento delle PMI dal credito bancario si realizza mediante un ricco ventaglio di strumenti, complessivamente identificati come strumenti di "finanza alternativa", con i quali le imprese possono raccogliere fondi sia a titolo di capitale di rischio che a titolo di capitale di credito[55].

Tra i canali di finanziamento alternativi (c.d. *alternative funding sources*) finalizzati alla raccolta di capitale di rischio, di credito, o entrambi, si annoverano strumenti del tutto nuovi, come i portali di *crowdfunding* e le offerte di cripto-attività, al fianco di strumenti di finanziamento sostanzialmente già esistenti ma che sono stati ridisegnati o riadattati alle desiderate finalità, come l'emissione di c.d. *minibond*[56] e l'accesso a MTF espressamente dedicati alle PMI (c.d. Mercati di crescita per le PMI)[57].

[55] La letteratura, sia giuridica che economica, sugli strumenti di finanza alternativa disponibili, è amplissima. Senza pretesa di esaustività, si rinvia a: R. LOCATELLI, C. SCHENA, *La diversificazione dei canali di reperimento delle risorse finanziarie: a che punto siamo?*, in S. DELL'ATTI (a cura di), *Studi in onore di Antonio Dell'Atti*, Milano, 2022, 641; G. SERVIDIO, A.M. FONTANA, *Finanza alternativa al credito bancario*, cit.; A. GERVASONI, *Finanza alternativa*, cit.; A. GERVASONI, V. LANFRANCHI, *Il modello di finanziamento delle PMI: sistema bancario, minibond, private equity e venture capital*, in *Quaderni di ricerca sull'artigianato*, 2015, 2, 273; I. SUPINO, *Individuazione di «fonti alternative di finanziamento» per le PMI nelle previsioni della Capital Market Union*, in *Contratto e impresa*, 2016, 4-5, 933; M.C. CENGIA, M.P. MURDOLO, *La finanza alternativa per le PMI S.R.L.*, Milano, 2020; nonché i *report* aggiornati con cadenza annuale da parte del Politecnico di Milano (dei quali il più recente è POLITECNICO DI MILANO, *6° quaderno di ricerca: la Finanza Alternativa per le PMI in Italia*, Novembre 2023, reperibile in *www.osservatoriefi.it*).

[56] La disciplina dei c.d. *minibond* si è innestata su quella degli strumenti di raccolta del capitale di credito già previsti dal diritto societario – come le cambiali finanziarie (su cui, in generale, C.L. APPIO, *Emissione di cambiali finanziarie e accesso delle piccole e medie imprese al mercato dei capitali*, Bari, 2013, e, di recente, P. FICO, D. SABATINI, *Le cambiali finanziarie in Italia: nuovo canale di raccolta per le banche e opportunità per gli investitori professionali*, in *Bancaria*, 2021, 5, 75), i titoli di debito e le obbligazioni – per i quali, soprattutto a partire dal 2012, è stato creato un ecosistema finanziario e fiscale più efficiente dedicato alle PMI. In particolare, al fine di sostenere le PMI in seguito alla crisi finanziaria globale, il legislatore ha effettuato una serie di interventi normativi (d.l. 22 giugno 2012, n. 83; d.l. 18 ottobre 2012, n. 179) finalizzati a creare un mercato per i titoli di debito emessi dalle società non quotate, grazie allo snellimento e alla riduzione dei costi della procedura di emissione (cfr. F. MIGLIETTA, *Lo sviluppo dei minibond come occasione di crescita per le imprese italiane*, in S. DELL'ATTI (a cura di), *Studi in onore di Antonio Dell'Atti*, Milano, 2022, 681. Sulle agevolazioni introdotte nel regime normativo e fiscale dei *minibond*, v. A. GERVASONI, V. LANFRANCHI, *Il modello di finanziamento delle PMI*, cit., 281 s.). Sul processo di emissione dei *minibond*, v. E. PEDERZINI, F. DE GOTTARDO, *Incentivi e ostacoli*, cit., 283; M. MAZZUCA, *Il processo di emissione*, in L. ERZEGOVESI (a cura di), *I minibond e il finanziamento delle imprese*, Roma, 2016, 121; R. GIOVANNINI, M.S. ANGELINI, A. GENNARO, *Strumenti innovativi di finanziamento: i minibond*, in S. DELL'ATTI (a cura di), *Studi in onore di Antonio Dell'Atti*, Milano, 2022, 621.

[57] Si tratta di sistemi multilaterali di negoziazione (MTF) l'accesso ai quali risulta meno costoso e richiede meno adempimenti a oneri organizzativi e informativi rispetto alle altre sedi di negoziazione. In Italia, Borsa italiana s.p.a. ha istituito, nel 2009, l'*Alternative Investment Market Italia* (*AIM Italia*), al

Inoltre, intervenendo sulla disciplina della s.r.l., il legislatore ha cercato di fornire a questo tipo societario strumenti (le categorie di quote) più versatili e adatti per raccogliere risorse da parte di diverse tipologie di investitori, tra cui, in particolar modo, i fondi di *private equity*, di *venture capital*[58] e i *business angels*[59].

Particolarmente rilevante per le conseguenze che ha determinato sulla disciplina della s.r.l. è il *crowdfunding*[60], strumento che può essere variamente declinato a seconda

---

quale, nel 2017, è succeduto l'*Euronext Growth Milan*, sistema multilaterale di negoziazione riservato alle PMI con elevato potenziale di crescita che consente di compiere investimenti ai piccoli risparmiatori solo nel mercato secondario, escludendoli dal collocamento in fase di "quotazione". Peraltro, l'uso delle tradizionali *trading venues* è stato esteso anche alla negoziazione dei *minibond*, mediante le creazione, da parte di Borsa Italiana s.p.a., di appositi segmenti dedicati ai titoli di debito emessi dalle PMI [Il riferimento è al segmento *ExtraMot PRO*, rivolto alle società non quotate, e a quello *ExtraMot PRO "Cube"*, rivolto in maniera specifica alle PMI che effettuino emissioni di obbligazioni e titoli di debito per un valore inferiore a euro 50 milioni (cfr. E. PEDERZINI, F. DE GOTTARDO, *Incentivi e ostacoli*, cit., 286)]. Sugli strumenti per agevolare la quotazione delle PMI, v. S. ALVARO, S. CASELLI, D. D'ERAMO, *Nuovi strumenti di politica industriale per lo sviluppo e la quotazione delle PMI*, CONSOB – *Quaderni giuridici*, n. 18, dicembre 2018.

[58] I fondi di *private equity* e di *venture capital* svolgono investimenti finalizzati a fornire capitale di rischio a imprese non quotate [e, nel caso del *venture capital*, che siano in fase di *start-up* (v., di recente, I. POLLASTRO, *Il finanziamento delle società innovative tramite venture capital*, in *Giurisprudenza italiana*, 8-9, 2021, 2257; A. GERVASONI, *Finanza alternativa*, cit., *passim*)], con l'obiettivo di contribuire attivamente alla gestione dell'impresa, favorendone lo sviluppo, in modo tale da poter ottenere una plusvalenza al momento dell'*exit* (sul tema v. anche Cap. III, par. 3, 4, 5). Per incentivare questo genere di investimenti nelle PMI, il legislatore è intervenuto anche mediante la creazione di fondi di *private equity* e di *venture capital* aventi natura pubblica, tra cui, i seguenti fondi affidati alla gestione di Cassa Depositi e Prestiti: CDP equity (istituito nel 2011), finalizzato ad acquisire partecipazioni in società di rilevante interesse nazionale; il Fondo Italiano di Investimenti (istituito nel 2011), destinato a sostenere la patrimonializzazione delle PMI con validi progetti di sviluppo; Fondo Nazionale di Innovazione (2019), con l'obiettivo di compiere investimenti di *venture capital* in società in fase di *start-up* (v. G. SERVIDIO, A.M. FONTANA, *Finanza alternativa al credito bancario*, cit., 162). Si aggiungono numerose iniziative attuate a livello regionale per l'investimento pubblico nelle PMI locali, tra cui le c.d. società finanziarie regionali, sulle quali v. F. PLUCHINO, F. TUZI (a cura di), *Giornata di studio sulle società finanziarie regionali*, Milano, 2016.

[59] Sulle modalità operative dei *business angels*, v. Cap. III, par. 3.

[60] Il termine *crowdfunding* indica, in generale, il processo con cui più soggetti conferiscono somme, relativamente modeste, per finanziare iniziative imprenditoriali o di diverso genere. L'idea in sé è tutt'altro che rivoluzionaria ed è stata frequentemente utilizzata per la realizzazione di opere particolarmente onerose. La partecipazione a tali opere avveniva, talvolta, coattivamente, sotto forma di tributo, come nel caso delle *collectae* imposte, nei secoli XI-XIII, dai regnanti europei per sovvenzionare le crociate in Terra Santa o altre opere straordinarie (K. TOOMASPOEG, voce *Colletta*, in *Enc. Federiciana*, Istituto dell'Enciclopedia Italiana Treccani, 2005); talaltra, in forma volontaria, sotto forma di investimento, come nel caso delle compagnie di navigazione che, nei secoli XVII-XVIII, reperivano da molteplici investitori i fondi necessari all'armamento delle flotte destinate a salpare per le Indie, così rappresentando il prototipo delle moderne società di capitali. Se lo schema di base del *crowdfunding* non ha, di per sé, grande portata innovativa, ciò che ne costituisce il tratto caratterizzante è l'utilizzo di *internet*, con i conseguenti benefici, tra cui la possibilità di raggiungere una vasta platea di potenziali finanziatori a costi infinitamente inferiori rispetto a quelli di una campagna pubblicitaria tradizionale. Sui diversi modelli di *crowdfunding* esistenti (*donation-based*, *reward-based*, *equity-based*, *lending-based*), v., *ex multis*, P. MESSINA, *Crowdfunding e finanza alternativa*, in *Foro italiano*, 2019, parte V, 465; A.

che venga utilizzato per il reperimento di capitale di rischio (*equity-based crowdfunding*)[61] oppure per il reperimento di capitale di credito, in tal caso sia mediante la stipulazione di mutui (*lending-based crowdfunding*)[62], sia tramite l'emissione di obbligazioni o di titoli di debito (*debt crowdfunding*)[63]. L'operazione si svolge grazie a portali *online* che consentono l'incontro tra domanda e offerta di risparmio in maniera più rapida ed economica rispetto a quanto avviene nelle sedi di negoziazione tradizionali. Ciò avviene mediante un alleggerimento degli oneri informativi e organizzativi imposti agli emittenti e dei processi di valutazione a cui il gestore del portale deve sottoporre l'investitore[64]. L'essenza dell'idea alla base del *crowdfunding* (dalla quale deriva il nome di finanziamento della "folla") è quella di consentire agli investitori al dettaglio di effettuare investimenti, anche di importo modesto, in attività

PAVAN, *Il crowdfunding: cambia il tradizionale sistema del "fare impresa"*, Milano, 2018, 23 ss.; G.A. POLICARO, *Lo sviluppo in Italia dell'equity crowdfunding. Un fenomeno sempre più regolamentato a fronte di prospettive potenzialmente dirompenti*, in *Osservatorio del diritto civile e commerciale*, 2019, 1, 69 ss.

[61] L'*equity-based crowdfunding* (*EBC*) consiste nell'offerta da parte di un'impresa di azioni o quote di partecipazione al capitale. Gli investitori, pertanto, entrano a far parte della compagine societaria. Trattasi dell'ipotesi di *crowdfunding* che comporta le maggiori conseguenze sistematiche nel diritto societario e che è prevalente oggetto del presente lavoro.

[62] Il *lending-based crowdfunding* (*LBC*) consiste nella pubblicazione di una richiesta di finanziamento finalizzata allo sviluppo di un progetto imprenditoriale o, nel caso in cui il richiedente sia un privato, motivata da esigenze personali di consumo (ipotesi, quest'ultima, ora esclusa dalla disciplina del nuovo Regolamento UE 2020/1503, in materia di *crowdfunding*, come si dirà meglio *infra*, cap. II, par. 6). L'istituto giuridico da cui sorge il rapporto di credito è individuato nel contratto di mutuo (A. SCIARRONE ALIBRANDI, G. BORELLO, R. FERRETTI, F. LENOCI, E. MACCHIAVELLO, F. MATTASSOGLIO, F. PANISI, *Marketplace lending. Verso nuove forme di intermediazione finanziaria?*, CONSOB – *Quaderni FinTech*, n. 5, luglio 2019, 4). Sul tema, v., fra gli altri, M. CARATELLI, U. FILOTTO, L. GIBILARO, G. MATTAROCCI, *Il mercato del peer-to-peer lending nel mondo e le prospettive per l'Italia*, in *Bancaria*, 2016, 3, 67; M. BOFONDI, *Il lending-based crowdfunding: opportunità e rischi*, in BANCA D'ITALIA – *Questioni di economia e finanza*, n. 375, marzo 2017; A. SCIARRONE ALIBRANDI *et al.*, *Marketplace lending*, cit., 16; G. BALP, *P2P lending e invoice trading*, in M. CIAN, C. SANDEI (a cura di), *Diritto del fintech*, Milano, 2020, 309; L. MODICA, *Peer to consumer lending*, in *Osservatorio del diritto civile e commerciale*, 2022, 1, 81; M. PERRINO, *Appunti sul lending-based crowdfunding nel reg. UE 2020/1503*, in *Banca impresa società*, 2022, 1, 27.

[63] Con l'espressione *debt crowdfunding* si fa riferimento all'offerta sui portali di obbligazioni e altri strumenti finanziari di debito; possibilità inizialmente riconosciuta dalla l. 30 dicembre 2018, n. 145, art. 1, comma 236, modificativo dell'art. 1, comma 5-*novies*, Tuf. Quest'ultimo articolo, oggi, rinvia per ogni tipologia di *crowdfunding* (*equity, lending, debt*) alla disciplina del Regolamento UE 2020/1503. Sul tema, v. G.A. POLICARO, *Il debt crowdfunding. Un nuovo modello di finanziamento per le PMI in Italia*, in *Osservatorio del diritto civile e commerciale*, 2020, 1, 161; U. MINNECI, *La raccolta "alternativa" di capitale di debito da parte delle PMI*, in M. IRRERA (a cura di), *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della Crisi. Studi in onore di Oreste Cagnasso*, Torino, 2020, 247; G. AMATO, *Il Debt crowdfunding: un tertium genus accanto all'Equity e al Lending crowdfunding*, in *www.dirittobancario.it*, aprile 2019.

[64] Sulla disciplina del *crowdfunding*, v. Cap. II, par. 6.

produttive che, non potendo accedere ai mercati regolamentati, non avrebbero modo di rivolgersi a un ampio pubblico di risparmiatori. Ciò non toglie che le piattaforme di *crowdfunding* consentono di convogliare verso le imprese risorse provenienti anche dagli investitori professionali (come *business angels*, fondi di *private equity* o di *venture capital*), i quali, però, più frequentemente investono mediante contrattazione privata.

La prima normativa italiana in materia di *crowdfunding* è stata introdotta dall'art. 30 d.l. 179/2012, che ha inserito l'art. 100-*ter* nel Testo unico della finanza. Ad oggi, il fenomeno è regolato dal Reg. UE 1503/2020, in attuazione del quale l'art. 100-*ter* Tuf è stato modificato dal d.lgs. 30/2023. Alle implicazioni che questo strumento comporta sul tipo s.r.l. è dedicato il prosieguo del lavoro.

Negli ultimi anni, si sono diffuse nuove forme di appello al pubblico risparmio che, facendo uso della tecnologia "a registri distribuiti", raggiungono un livello di "disintermediazione" particolarmente avanzato[65]. Trattasi delle c.d. *Initial Coin Offerings* (*ICO*), "offerte iniziali di criptoattività", mediante le quali un'impresa emittente raccoglie fondi presso investitori, offrendo in cambio *tokens*, cioè strumenti digitali, registrati e circolanti su un registro distribuito, che possono rappresentare partecipazioni societarie, oppure attribuire ai titolari diritti di vario genere nei confronti dell'emittente[66].

[65] A differenza del *crowdfunding*, nel quale i gestori dei portali operano una forma di intermediazione, seppur leggermente meno invasiva rispetto quella svolta dagli intermediari finanziari nei mercati tradizionali.

[66] Le *ICO* rappresentano sostanzialmente un'innovativa forma di *crowdfunding* e, a differenza delle tradizionali *Initial Public Offerings* (*IPO*) – realizzate in mercati regolamentati – avvengono in maniera tendenzialmente disintermediata e decentralizzata, grazie all'uso di sistemi a "registro distribuito". Sull'argomento e, in particolare, sul difficile inquadramento del fenomeno all'interno delle categorie dell'ordinamento italiano, v. F. ANNUNZIATA, *Speak, if you can: what are you? An alternative approach to the qualification of tokens and initial coin offerings*, Bocconi research paper n. 2636561, feb. 2019; M. DE MARI, *Prime ipotesi per una disciplina italiana delle Initial Token Offerings (ITOs): token crowdfunding e sistemi di scambio di crypto-asset*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, 2019, 2, 267; E. RULLI, *Incorporazione senza res e dematerializzazione senza accentratore: appunti sui token*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, 2019, 1, 121; N. DE LUCA, *Documentazione crittografica e circolazione della ricchezza assente*, in *Rivista di diritto civile*, 2020, 1, 101; C. SANDEI, *Le initial coin offering nel prisma dell'ordinamento finanziario*, in *Rivista di diritto civile*, 2020, 2, 391.

5. L'evoluzione della s.r.l. fino alla riforma del 2003.

L'insieme delle misure di finanza alternativa a cui si è fatto cenno, per un verso, sortisce il desiderato effetto di favorire la diversificazione della struttura finanziaria delle imprese minori, ma, per altro verso, richiede l'adattamento della struttura societaria alle esigenze connesse a una maggiore "apertura" ai mercati di questa categoria di imprese. Per questo motivo, nell'ultimo quindicennio, la disciplina della s.r.l. è stata investita da una serie di riforme che ne hanno inciso i connotati.

Per comprendere la portata innovativa delle recenti riforme, è opportuno descrivere brevemente la complessiva evoluzione della disciplina della s.r.l. e le finalità che il legislatore ha da sempre inteso perseguire mediante questo tipo societario.

5.1. L'introduzione della s.r.l. nell'ordinamento italiano.

Come è ben noto, nel diritto commerciale rivestono una particolare importanza le prassi che spontaneamente si manifestano nel mercato[67]. I legislatori di ogni epoca hanno profuso grande impegno nel disciplinare fenomeni e strumenti sorti nella pratica del commercio, come è accaduto, ad esempio, per le lettere di cambio, l'attività bancaria o le compagnie[68].

Relativamente alla società per azioni, è possibile affermare che essa sia progressivamente entrata nei testi legislativi al fine di disciplinare un fenomeno, quello delle compagnie, che andava delineandosi nella realtà sociale durante i secoli XVII e XVIII[69]; fenomeno che rispondeva all'esigenza di compiere intraprese tanto costose e

[67] F. GALGANO, *Lex Mercatoria*, 5° ed., Bologna, 2010, 9 s. Non a caso, come afferma l'Autore, «quantunque diritto dello Stato, al pari del diritto civile, il diritto commerciale si separa da questo per una ragione che attiene, ancora una volta, ad un diverso modo di creare diritto: è reso autonomo dal diritto civile per essere più facilmente e più rapidamente emendabile, in corrispondenza con le mutevoli esigenze dei traffici […]». D'altra parte, la sensibilità del diritto commerciale per la prassi degli affari lo distingue anche da altre materie nelle quali viene attribuita rilevanza alle prassi, ma in maniera diversa, come il diritto amministrativo e il diritto parlamentare: infatti, nel primo, la prassi serve «ad aprire lo spazio per l'innovazione», mentre, per le seconde, è strumentale a «un fine di stabilità e continuità» (così, C. ANGELICI, *In tema di metodo nel diritto commerciale*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, 2019, 2, 395).

[68] A. MONTI, *Per una storia del diritto commerciale contemporaneo*, Pisa, 2021, 19.

[69] Sul tema, di recente, v. O. CAGNASSO, *La s.r.l. «aperta»*, in O. CAGNASSO, A. MAMBRIANI (diretto da), *Start up e P.M.I. innovative*, Bologna, 2020, 227.

pericolose, come il commercio transoceanico e la colonizzazione del nuovo mondo, da richiedere nuovi strumenti per la gestione delle stesse[70].

Diversamente, la società a responsabilità limitata è sovente descritta come un prodotto "artificiale" creato dai legislatori dei secoli XIX e XX per fornire ai commercianti uno strumento normativo dotato della responsabilità limitata e che fosse particolarmente congeniale alle imprese con pochi soci ed esercenti attività di dimensioni medio-piccole[71]; in tal modo, si intendeva rispondere ad esigenze che emergevano dal mercato, ma che, in assenza di un tipo societario adatto a soddisfarle, si estrinsecavano nella costituzione di società anonime "chiuse", con pochi soci (per lo più parenti o stretti conoscenti), un ridotto capitale e spesso la previsione di limiti statutari alla trasferibilità delle azioni[72]. D'altra parte, per questo genere di attività, che non richiede ingenti capitali né l'esposizione a imprevedibili e incommensurabili rischi, la

[70] Infatti, da un lato, era necessario raccogliere ingenti capitali, fuori dalla portata di un singolo commerciante, presso una moltitudine di soggetti (esigenza a cui rispose la divisione del capitale in azioni negoziabili); dall'altro, la classe mercantile si sarebbe avventurata in simili operazioni solo se, in cambio, il sovrano avesse riconosciuto un particolare "incentivo", cioè l'immunità dalla regola della responsabilità illimitata: F. GALGANO, *Lex Mercatoria*, cit., 82 ss.

[71] F. DI SABATO, *La società a responsabilità limitata come tipo intermedio fra società di persone e società di capitali*, in V. AFFRENI, L. DE ANGELIS (a cura di), *"Progetto Mirone" e modelli organizzativi per la piccola impresa*, Milano, 2001, 1.

[72] Trattasi del fenomeno spesso definito con l'espressione «piccola anonima»: v. T. ASCARELLI, *Le società a responsabilità limitata e la loro introduzione in Italia*, in *Rivista di diritto commerciale*, 1924, 7-8, I, 450 s.; O. CAGNASSO, *Dalla società per azioni alla società a responsabilità limitata: vicende storiche e prospettive di riforma*, in *Rivista delle società*, 1971, 546; G.C.M. RIVOLTA, *La società a responsabilità limitata*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, già diretto da A. CICU, F. MESSINEO, e continuato da L. MENGONI, XXX, t. 1, Milano, 1982, 29 e 39 s. Per una posizione più netta nell'affermare l'artificialità della s.r.l., v. C. ANGELICI, *La riforma delle società di capitali*, 2° ed., Padova, 2006, 17 s., il quale ricorda che il primo compiuto intervento dell'ordinamento in materia è avvenuto in Germania nel 1982, quando fu introdotta la *GmbH* «non al fine di dettare regole ad un fenomeno già in corso di realizzazione nella pratica economica, ma con l'obiettivo di accrescere gli strumenti operativi disponibili da parte dei privati, in particolare con riferimento ad esigenze di imprese di minori dimensioni»; M.S. SPOLIDORO, *Una società a responsabilità limitata da tre soldi (o da un euro)?*, in *Rivista delle società*, 2013, 6, 1087: «le società a responsabilità limitata sono nate come risposta legislativa alla richiesta sociale di semplificazione della disciplina delle società per azioni e di facilitazione dell'accesso al beneficio della responsabilità limitata e non per permettere operazioni che prima non erano consentite o per dare veste giuridica a operazioni nate dalla realtà sociale e fino ad allora sommerse nel settore del giuridicamente "atipico"». Per analoghe considerazioni relative all'ordinamento spagnolo, A. ROJO, *La sociedad anonima como problema*, in P. ABBADESSA, A. ROJO (a cura di), *Il diritto delle società per azioni: problemi, esperienze, progetti*, Milano, 1994, 10, che parla si «creación artificial de la sociedad a responsabilidad limitada».

prassi degli affari aveva già determinato l'insorgere, fin dal basso medioevo, di modelli societari più semplici, come le società in nome collettivo[73].

L'artificialità della s.r.l.[74] è probabilmente la ragione degli ampi dibattiti dottrinali che hanno preceduto la sua introduzione e accompagnato la sua travagliata evoluzione legislativa[75], caratterizzata da un susseguirsi di esperimenti legislativi poco riusciti, tentativi di imitare modelli stranieri ed elaborazione di progetti di riforma mai realizzati[76]. Si tralascia, in quanto esula dallo scopo del presente lavoro, la ricostruzione storica dell'istituto nella parte primitiva della sua esistenza[77]. Sia sufficiente notare che le finalità perseguite dal legislatore italiano – e condivise dai legislatori degli altri stati europei – sono rimaste le stesse lungo tutta l'evoluzione della disciplina della s.r.l.: tali finalità erano, e sono, da un lato, la promozione della crescita economica[78], fomentando la nascita di nuove imprese grazie alla predisposizione di un tipo societario più semplice e accessibile, dall'altro, l'aumento della capacità attrattiva dell'ordinamento per le imprese straniere in un sistema economico che, nel corso del XX secolo, è diventato

[73] F. GALGANO, *Lex Mercatoria*, cit., 50, secondo il quale la regola della responsabilità illimitata di tutti i soci, pur apparendo come un aggravio per i mercanti, perseguiva in realtà l'interesse della classe mercantile alla moltiplicazione degli affari: «il credito dei mercanti in società si accresceva – e la conclusione degli affari risultava facilitata – se ai terzi veniva offerta, quale garanzia, una pluralità di patrimoni, la garanzia dell'intero patrimonio di ciascuno dei mercanti soci».

[74] A ulteriore dimostrazione dell'artificialità della s.r.l., si consideri che, tuttora, le c.d. società di fatto, realtà economiche costituite solo tramite comportamenti concludenti, vengono ricondotte, in via residuale, ai due tipi più elementari di società di persone, cioè la società semplice e la società in nome collettivo, a seconda che esercitino attività non commerciale o commerciale.

[75] Un illustre osservatore (T. ASCARELLI, *Le società a responsabilità limitata*, cit., 456), cogliendo le difficoltà insite nel disciplinare la s.r.l., riconosceva che «lo spontaneo sviluppo consuetudinario non ha creato tra noi il tipo della società a responsabilità limitata; la pratica ne ha semplicemente indicata la necessità, non ne ha disegnato la struttura […]: manca qui al legislatore la guida di una sicura esperienza mercantile, onde la necessità di una ancor più accorta cautela nella formulazione della legge, come la convinzione della necessaria imperfezione dell'opera che si compie».

[76] Il Codice di commercio del 1865 prevedeva solo la società in nome collettivo, la società in accomandita semplice e la società anonima; in seguito, il Codice di commercio del 1882 aggiunse la figura, che secondo i lavori preparatori avrebbe dovuto essere ispirata alla *private company* inglese, della società anonima per quote, una mera variante della società anonima per azioni che non godette di alcuna fortuna nella pratica commerciale e che fu poi espunta dall'ordinamento nel 1911. Mentre la *private company*, società azionaria a ristretta compagine sociale caratterizzata da una responsabilità sussidiaria dei soci limitata a un ammontare predeterminato, non influenzò particolarmente i lavori del legislatore italiano, molto più rilevante come modello fu la *GmbH*, definitivamente introdotta nell'ordinamento tedesco nel 1892.

[77] Per un'approfondita ricostruzione storica v., di recente, M. STELLA RICHTER jr, *La società a responsabilità limitata dalle codificazioni dell'Ottocento al Codice della crisi d'impresa*, in *Rivista delle società*, 2019, 645, nonché i più risalenti contributi di O. CAGNASSO, *Dalla società per azioni*, cit., 516, e di G.C.M. RIVOLTA, *Sulla società a responsabilità limitata: precedenti storici ed orientamenti interpretativi*, in *Rivista di diritto civile*, 1980, I, 477.

[78] Cfr. T. ASCARELLI, *Le società a responsabilità limitata*, cit., 447.

sempre più interconnesso[79]. D'altra parte, l'esigenza di mantenere il diritto societario nazionale al passo con quello degli altri Stati europei emerge anche alla luce della giurisprudenza dell'Unione Europea in materia di libertà di stabilimento, che ha intensificato la concorrenza tra gli ordinamenti[80].

[79] Lo notava già T. ASCARELLI, *Le società a responsabilità limitata*, cit., 449. L'osservazione è tuttora valida, posto che le riforme intervenute negli ultimi decenni sulla disciplina della s.r.l., e sul diritto societario in generale, hanno sempre perseguito, oltre a finalità di miglioramento e semplificazione della normativa, anche lo scopo di rendere l'ordinamento italiano al passo con l'evoluzione del diritto societario negli altri stati europei, nell'ottica di attrarre più attività produttive. Relativamente alla prima metà del '900, a dimostrazione dell'esigenza di introdurre una società per le piccole imprese che consentisse di godere della responsabilità limitata, sia sufficiente rilevare che quando, in seguito alla Prima guerra mondiale, l'Italia poté annettere le province della Venezia Giulia e Tridentina, fu deciso che le società del tipo *GmbH*, costituite ai sensi della previgente legge austriaca, potessero continuare ad operare regolarmente anche sotto la vigenza del Codice di commercio italiano e che, inoltre, in quelle province fosse ancora possibile costituire nuove società del tipo austriaco, regolate dal diritto del nemico sconfitto. Ebbene, nel decennio tra il 1931 e il 1940 furono costituite ben 658 nuove *GmbH*, delle quali molte avevano la sede operativa nelle più disparate regioni italiane, ma la sede legale nelle nuove province annesse, al fine di usufruire del tipo societario disciplinato dal diritto austriaco. Sul punto, v. M. STELLA RICHTER jr, *La società a responsabilità limitata dalle codificazioni dell'Ottocento*, cit., 655, secondo il quale questa situazione attesta «un risalente esempio di concorrenza o competizione tra leggi societarie».

[80] L'esigenza di imitare il diritto societario di altri Stati europei non dipende solo dalla volontà di importare modelli virtuosi assenti nel diritto interno, ma anche e soprattutto dal fatto che la giurisprudenza della Corte di Giustizia delle Comunità europee, sul finire del millennio, ha adottato una serie di pronunce in materia di libertà di stabilimento volte a consentire alle società costituite in un certo Stato membro, secondo la sua legge, di operare e creare nuovi sedi in altri stati membri, anche senza rispettarne la disciplina (ad esempio i requisiti minimi di capitale), con la conseguenza che una società costituita all'estero potrebbe operare in Italia, pur rimanendo sottoposta alla disciplina, in ipotesi più permissiva, del suo paese d'origine, determinando così un danno concorrenziale alle imprese italiane: v., in particolare, le pronunce che hanno deciso il caso *Centros* (Corte di giustizia, 9 marzo 1999, causa C-212/97, in *Foro italiano*, 2000, 7-8, IV, 317, con nota di S. FORTUNATO, e in *Rivista delle società*, 2001, 1294, con nota di A. PERRONE; sull'argomento v. anche S. FORTUNATO, *La libertà di stabilimento delle società in una recente sentenza della Corte di Giustizia: il caso Centros*, in *Diritto dell'Unione Europea*, 2000, 1, 83), il caso *Überseering* (Corte di giustizia, 5 novembre 2002, causa C-208/00, in *Foro italiano*, Rep. 2002, voce *Unione europea*, n. 1275, e in *Giornale di diritto amministrativo*, 2003, 133, con nota di M. GNES, e in *Notariato*, 2003, 348, con nota di C. LICINI) e il caso *Inspire Art* (Corte di giustizia, 30 settembre 2003, causa C-167/01, in *Foro italiano*, 2004, 1, IV, 24, con nota di S. FORTUNATO, il quale osserva che «l'affermazione della più ampia libertà di stabilimento rappresenta […] il viatico principale per la realizzazione della concorrenza regolamentare ovvero di un possibile *shopping* tra ordinamenti giuridici, sulla falsariga del modello di *market for corporate charters* statunitense, i cui effetti continuano ad essere fortemente discussi»). Da qui, l'esigenza di adeguare costantemente il diritto societario a quello degli altri paesi (G. ZANARONE, *Tra libertà d'impresa e tutela dei terzi: le nuove linee legislative*, in AA.VV. *Capitale sociale, responsabilità limitata e tutela dei terzi*, Novara, 2016, 37). Cfr. D.U. SANTOSUOSSO, *Il ruolo della società a responsabilità limitata nel diritto europeo: quadro comparatistico e prospettive evolutive*, in *Rivista di diritto societario*, 2020, 4, 925 ss., che osserva come il *favor* che il legislatore ha mostrato, nell'ultimo quindicennio, per la piccola impresa non sia dovuto solo all'esigenza di aiutare le imprese a superare gli effetti della crisi del 2008, ma anche all'esigenza di rendere la s.r.l. italiana competitiva con i modelli societari degli altri ordinamenti. Sul tema, v., di recente, L. BOGGIO, *Libertà di stabilimento delle società*, in P. MONTALENTI (a cura di), *Profili di diritto societario europeo*, Torino, 2023, 28; E. PEDERZINI, *La libertà di stabilimento delle società europee nell'interpretazione*

Adottando come punto di partenza la s.r.l. disciplinata dal Codice civile del 1942, si osserva che la sua carica innovativa nell'ordinamento fu, in realtà, più limitata di quanto si fosse auspicato nel dibattito dottrinale che aveva preceduto la sua introduzione. Fu creato un tipo societario che, pur consentendo di godere della responsabilità limitata, richiedeva un capitale sociale (cinquanta mila lire) nettamente inferiore rispetto a quello della società per azioni (un milione di lire). La minor garanzia nei confronti dei terzi che tale circostanza avrebbe determinato era compensata dal divieto di emettere azioni (dal quale si faceva discendere il divieto di fare appello al pubblico risparmio)[81] e dall'estensione alla s.r.l. di una serie di norme particolarmente rigide e garantistiche dettate per la s.p.a., tra le quali si annoveravano le regole in materia di valutazione dei conferimenti in natura, quelle in materia di oneri costitutivi e pubblicitari[82] e quelle in materia di responsabilità degli organi sociali[83]. Inoltre, fu estesa alla s.r.l. anche la regola "ricapitalizza o liquida", già prevista per le s.p.a. Mentre le regole ora menzionate, modellate sul tipo s.p.a., attenevano ai rapporti esterni, e quindi miravano a tutelare maggiormente creditori e terzi grazie alla più rigida disciplina del tipo azionario, era sul piano dei rapporti interni alla società che la s.r.l. avrebbe dovuto, nelle intenzioni del legislatore, discostarsi maggiormente dalla s.p.a.[84] D'altro canto, il fatto che tramite le s.r.l. non si potesse coinvolgere il risparmio popolare consentiva di dettare una disciplina più elastica della gestione e dell'organizzazione societaria, nella quale fosse riconosciuto maggiormente il peso partecipativo dei soci, che, tendenzialmente, nelle società medio-piccole, a cui la s.r.l. era precipuamente destinata, non sono disinteressati alla gestione come spesso avviene nelle s.p.a.[85] Si intendeva, quindi, consentire ai soci di partecipare alla gestione o di esercitare controlli su di essa.

---

evolutiva della Corte di Giustizia. Armonizzazione e concorrenza tra ordinamenti nazionali, in E. PEDERZINI (a cura di), *Percorsi di diritto societario europeo*, IV ed., Torino, 2020, 99.

[81] G. RACUGNO, voce *Società a responsabilità limitata*, in *Enciclopedia del diritto*, vol. XLII, Milano, 1990, 1047. Cfr. F. BRIZZI, *S.r.l. PMI e offerta al pubblico*, cit., 75 ss.

[82] Cioè la redazione dell'atto costitutivo per atto pubblico, l'omologazione da parte del tribunale e l'iscrizione nel registro delle imprese.

[83] G. ZANARONE, *La s.r.l. A vent'anni dalla riforma del diritto societario*, Milano, 2023, 3.

[84] G. ZANARONE, *La s.r.l. A vent'anni dalla riforma*, cit., 4.

[85] G. RACUGNO, voce *Società a responsabilità limitata*, cit., 1046. Lo stesso concetto è sottolineato anche dalla Relazione ministeriale al codice civile, dalla quale si traggono molte delle informazioni riportate nel testo, e di cui ampi stralci sono ora riportati da G. ZANARONE, *La s.r.l. A vent'anni dalla riforma*, cit., 2 ss.

In realtà, come è ben noto, il desiderio del legislatore di creare un tipo societario autonomo rispetto alla s.p.a. e che valorizzasse il ruolo del socio fu realizzato solo in parte[86]. Per un verso, il quotista godeva di una posizione privilegiata rispetto all'azionista, sia grazie al fatto che, nelle società prive del collegio sindacale, disponeva di particolari poteri di controllo sulla gestione (poteri la cui portata, in realtà, il più delle volte fu sopravvalutata)[87], sia grazie all'aumento dei *quorum* assembleari deliberativi e al collegamento di essi al capitale sociale complessivo invece che al capitale presente in seduta[88]. Per altro verso, però, la vera e propria gestione della società rimaneva preclusa ai soci e attribuita ad un organo apposito, come nella s.p.a.[89] Peraltro, era anche limitata la possibilità per i soci di influire indirettamente sulla gestione, ad esempio mediante la nomina degli amministratori in assemblea, perché, mostrando un rigido ossequio al

[86] O. CAGNASSO, *Dalla società per azioni*, cit., 552, che lo osservava già nei primi decenni di vigenza del Codice civile. Di recente, v. M. STELLA RICHTER jr, *La società a responsabilità limitata dalle codificazioni dell'Ottocento*, cit., 657 ss.

[87] L'art. 2489 c.c. prevedeva che, «nelle società in cui non esiste il collegio sindacale, ciascun socio ha diritto di avere dagli amministratori notizia dello svolgimento degli affari sociali e di consultare i libri sociali. I soci che rappresentano almeno un terzo del capitale hanno inoltre il diritto di far eseguire annualmente a proprie spese la revisione della gestione. È nullo ogni patto contrario». La portata di questa norma fu, inizialmente, depotenziata dal fatto che l'incalzante svalutazione monetaria aveva comportato la progressiva riduzione del numero di s.r.l. con capitale inferiore al milione, cioè prive del collegio sindacale, e quindi con soci che godevano dei diritti di controllo; la situazione mutò quando, nel 1977 e nel 1991 il capitale minimo delle società di capitali fu elevato. Inoltre, come è stato osservato (G.C.M. RIVOLTA, voce *Società a responsabilità limitata*, in *Enciclopedia Giuridica*, vol. XXXIV, Roma, 1992, 25 s.), le analogie tra i poteri del socio e quelli del collegio sindacale si riducevano al profilo dell'informazione, posto che il socio aveva diritto di consultare soltanto i libri sociali e di estrarne copia a proprie spese, senza poter, invece, consultare i libri e le scritture contabili, controllo quest'ultimo che competeva solo al collegio sindacale o che poteva essere richiesto, una volta all'anno, da tanti soci che rappresentassero almeno un terzo del capitale, incaricando, a proprie spese, un revisore esterno di compiere una «revisione della gestione». A depotenziare ulteriormente i poteri di controllo dei soci, vi era la circostanza che nelle società con amministratore unico la tenuta del libro delle adunanze e delle deliberazioni del consiglio di amministrazione non era obbligatoria (art. 2490, n. 3, c.c.); pertanto, in questi casi, «il diritto individuale del socio viene ad avere i medesimi contenuti sia in presenza che in assenza di sindaci» (così, G. RACUGNO, voce *Società a responsabilità limitata*, cit., 1067).

[88] Cfr. A.D. SCANO, *Il "tipo"*, in C. IBBA, G. MARASÀ (a cura di), *Le società a responsabilità limitata*, Milano, 2020, 52.

[89] Inoltre, anche relativamente a quelle materie attinenti alla gestione che l'atto costitutivo espressamente riservava all'assemblea, ai sensi dell'allora art. 2364, n. 4, c.c., si riteneva che i soci potessero solo esprimere pareri non vincolanti (G. ZANARONE, *La s.r.l. A vent'anni dalla riforma*, cit., 4 s.). Tuttavia (come rileva G.C.M. RIVOLTA, voce *Società a responsabilità limitata*, cit., 24), non mancavano norme in materia di amministrazione che distinguevano sensibilmente la s.r.l. dalla s.p.a. Ad esempio, mentre nelle s.p.a. l'amministrazione poteva essere affidata anche a non soci, l'art. 2487 c.c. disponeva che nella s.r.l., «salvo diversa disposizione dell'atto costitutivo, l'amministrazione della società deve essere affidata ad uno o più soci». Inoltre, il mancato richiamo all'art. 2380, comma 2, c.c. che imponeva la costituzione di un consiglio di amministrazione alle s.p.a. con più di un amministratore, portava a ritenere la legittimità nella s.r.l. di un modello di amministrazione congiuntiva o disgiuntiva come quello delle società di persone.

"principio di corrispondenza tra potere e rischio"[90], l'allora art. 2485 c.c. attribuiva un voto ogni mille lire di quota, senza alcuna possibilità di deroga in via statutaria, come invece era consentito (dall'allora art. 2492 c.c.) per l'attribuzione di utili in misura non proporzionale alla quota[91].

Il modellamento della disciplina della s.r.l. sulla base di quella della s.p.a. valse alla prima l'appellativo di «piccola società per azioni senza azioni»[92], nonostante i proclami della Relazione al Codice civile nel senso di dotarla di un impianto normativo autonomo e ispirato da diverse esigenze[93]. Ad ogni modo, nonostante le ridotte differenze tra i modelli legali della s.p.a. e della s.r.l., parte della dottrina riconosceva nella disciplina di quest'ultima margini di derogabilità sufficientemente ampi da consentire che, in via statutaria, le società costituite in forma di s.r.l. potessero essere regolate in maniera più

[90] In base al principio di corrispondenza tra potere e rischio, nelle società di capitali la responsabilità limitata dei soci doveva essere controbilanciata, nell'interesse generale alla corretta gestione delle imprese, da complessi meccanismi di formazione della volontà e di gestione dell'organismo, implicanti la presenza di un'assemblea retta dal metodo collegiale e di un organo amministrativo autonomo rispetto ai soci (G. ZANARONE, *Introduzione alla nuova società a responsabilità limitata*, in *Rivista delle società*, 2003, 1, 63).

[91] G. ZANARONE, *La s.r.l. A vent'anni dalla riforma*, cit., 5.

[92] Come riporta V. DE STASIO, *Trasferimento della partecipazione nella s.r.l. e conflitto tra acquirenti*, Milano, 2008, 10, l'espressione citata nel testo risulta essere stata utilizzata per la prima volta nel 1940 dal relatore Leva, membro della sottocommissione parlamentare incaricata di esprimere un parere sul *Progetto di codice di commercio Asquini*, e ha poi goduto di ampia diffusione nella dottrina commercialistica dopo che è stata utilizzata da A. GRAZIANI, *La società a responsabilità limitata*, in *Scritti giuridici in onore di Antonio Scialoja*, vol. 2, Bologna, 1953, 426.

[93] Il timore che i benefici concessi alla s.r.l., cioè l'ammontare inferiore del capitale e la possibilità di evitare la nomina di un organo di controllo, potessero essere usati per eludere la disciplina della s.p.a., spinsero il legislatore ad irrigidire ulteriormente quella della s.r.l.: fu previsto il divieto di emettere titoli per la raccolta di credito, fu esteso alla s.r.l. il controllo giudiziario di cui all'art. 2409 c.c., fu dettato l'obbligo di dotare la società del collegio sindacale qualora il capitale sociale fosse stato non inferiore a un milione (cioè quello minimo per le s.p.a.) ovvero se la nomina dell'organo fosse stata disposta dall'atto costitutivo. A tale ultimo proposito, la prima formulazione della norma in materia di nomina del collegio sindacale rimase in vigore, immutata, per trentacinque anni dalla sua emanazione; pertanto, con l'avanzare della svalutazione monetaria, la norma fu progressivamente svuotata della sua funzione, posto che il numero di s.r.l. con capitale inferiore al milione di lire diventava sempre più esiguo. La cifra oltre alla quale sarebbe scattato l'obbligo di nominare il collegio sindacale fu poi elevata a cento milioni (art. 11, l. 16 dicembre 1977, n. 904) e, in seguito, a duecento milioni (art. 19, d.lgs. 9 aprile 1991, n. 127), ammontare, quest'ultimo, al quale era stato, nel frattempo, elevato il capitale minimo per la s.p.a. L'intervento legislativo del 1991, inoltre, utilizzando un tecnica legislativa che sarebbe poi stata confermata da tutte le successive riforme in materia, pur con diversità dei valori economici indicati, introdusse l'obbligo di nominare il collegio sindacale qualora per due esercizi consecutivi fossero stati superati i parametri (relativi al totale dell'attivo, ai ricavi e ai dipendenti occupati) al di sotto dei quali era possibile redigere il bilancio in forma abbreviata ai sensi dell'allora art. 2435-*bis* c.c. Cfr. G.C.M. RIVOLTA, voce *Società a responsabilità limitata*, cit., 25.

rispondente alle esigenze dei soci, almeno per quanto riguardava i rapporti interni[94]. Eppure, queste possibilità consentite dalla disciplina dispositiva della s.r.l. venivano spesso frustrate dalla loro rigida interpretazione operata, anche se con numerose eccezioni, dalla giurisprudenza, che, senza distinguere tra società grandi o piccole, aperte o chiuse, attribuiva carattere inderogabile a molte norme in materia di s.r.l., così riconoscendo l'invalidità di alcune clausole introdotte negli statuti delle s.r.l. al fine di sfruttare gli spazi di flessibilità consentiti[95].

Per tutte le suesposte ragioni, uno dei principali fattori che spingeva alla costituzione di una s.r.l. era rappresentato semplicemente dal minore capitale sociale richiesto[96]. Nell'ottica del legislatore, la s.r.l. sarebbe dovuta diventare il tipo societario più diffuso, scalzando sia le s.p.a. sia le società di persone: in realtà, tale obiettivo fu raggiunto solo dopo vari decenni dall'emanazione del Codice civile e comunque in misura minore rispetto a quanto desiderato[97]. Queste circostanze portarono larga parte della dottrina ad

[94] D'altro canto, come osservava G. ZANARONE, *Introduzione alla nuova società a responsabilità limitata*, in *Rivista delle società*, 2003, 1, 61 ss., i principali argomenti solitamente addotti a sostegno dell'inderogabilità del modello capitalistico-corporativo non sembravano applicabili alla s.r.l.: ad esempio, le ragioni efficientistiche che giustificavano l'invalidità di una clausola di unanimità nella s.p.a., cioè l'idea che solo la regola maggioritaria avrebbe garantito il funzionamento di una società con capitale potenzialmente disperso, non potevano valere anche nelle s.r.l.; similmente, l'esigenza di tutelare i soci risparmiatori non si presentava nelle s.r.l.; inoltre, l'importanza del principio di corrispondenza tra potere e rischio risultava drasticamente ridotta quando, in attuazione della XII direttiva CE del 1989, il d.lgs. 88/1993 introdusse nell'ordinamento italiano la s.r.l. unipersonale (v. anche F. D'ALESSANDRO, *"L'inutil precauzione?" (ovvero: dell'insolvenza come esternalità e della funzione profilattica del capitale)*, in *Rivista del diritto commerciale*, 2014, I, 349).

[95] G. ZANARONE, *Introduzione alla nuova*, cit., 65, il quale riporta alcune delle clausole che furono dichiarate illegittime dalla giurisprudenza, tra cui quelle che prevedevano l'unanimità dei soci per le deliberazioni assembleari, la riduzione delle maggioranze richieste per la deliberazione in assemblea straordinaria, la delega di poteri assembleari agli amministratori o amministrativi all'assemblea, l'amministrazione disgiuntiva.

[96] A. GRAZIANI, *Diritto delle società*, 5° ed., Napoli, 1963, 438 s.: «la società a responsabilità limitata non rappresenta se non quel tipo che necessariamente deve essere adottato quando la società si costituisce con un capitale inferiore al milione di lire». In altri termini, secondo l'Autore, «si costituisce una società a responsabilità limitata unicamente quando *non si può* [n.d.r. nel senso che non se ne ha la possibilità economica] costituire una società per azioni» (corsivo dell'Autore).

[97] P. REVIGLIONO, voce *Società a responsabilità limitata*, in *Enciclopedia del diritto*, Annali V, 2012, 1133. Come riporta G. ZANARONE, *Introduzione alla nuova*, cit., 59, nel 1971 vi erano 26.710 s.r.l. contro 23.056 s.p.a., nel 1981 si contavano 95.568 s.r.l. contro 38.058 s.p.a., nel 1991, invece, 224.567 s.r.l. contro 31.583 s.p.a., mentre nel 1996 la divaricazione aveva continuato a incrementarsi (le s.r.l. diventarono 368.785 e le s.p.a. 34.998). Anche il rapporto tra società di persone e s.r.l. registrò un aumento maggiore, in termini proporzionali, da parte di quest'ultima: infatti, le società di persone, che nel 1971 erano 176.286, salirono a 711.808 nel 1996, aumentando di circa quattro volte; mentre le s.r.l., che nel 1971 erano 26.710 e nel 1991 raggiunsero le 368.785 unità, videro un aumento di ben quattordici volte.

auspicare una riforma della s.r.l. tale da dotarla di una vera e propria autonomia normativa rispetto alle s.p.a.[98]

5.2. La s.r.l. disegnata dalla riforma del diritto societario del 2003.

La desiderata divaricazione dei regimi normativi della s.r.l. e della s.p.a. ha costituito uno dei principi cardine dalla riforma del diritto societario del 2003[99], con il dichiarato fine di rendere il tipo s.r.l. più adeguato alle esigenze delle imprese minori[100]. La riforma ha percorso tre fondamentali e interconnesse direzioni[101]: *1)* la disciplina della s.r.l. è stata intesa come un complesso di norme organico e autonomo rispetto a quella della s.p.a.; *2)* la persona del socio e i rapporti contrattuali tra soci hanno assunto un ruolo centrale nella disciplina della s.r.l. e negli spazi che essa ha lasciato all'autonomia dei soci; *3)* l'autonomia statutaria è stata ampiamente riconosciuta nella definizione delle forme organizzative[102].

In applicazione di questi principi, la nuova disciplina valorizza il ruolo del quotista nella società attribuendogli, tra l'altro, funzioni di controllo, oltreché la possibilità di incidere sulla gestione (ad esempio esercitando il diritto di avocazione delle competenze gestorie); inoltre, viene concessa ai soci la possibilità di plasmare, come ritengono più opportuno ed entro i limiti imposti dalla legge, le regole relative all'organizzazione societaria, nonché al funzionamento e alla competenza degli organi sociali[103]. Cifra

[98] L'esigenza di differenziare il regime normativo della s.r.l. rispetto a quello della s.p.a., come notava G.C.M. RIVOLTA, voce *Società a responsabilità limitata*, cit., 28 (ma prima di lui l'esigenza fu colta anche da O. CAGNASSO, *Dalla società per azioni*, cit., 556), si mostrò ancora più pressante quando iniziò a manifestarsi la tendenza legislativa a differenziare la s.p.a. in "sotto-tipi", prevedendo regimi normativi diversi a seconda della quotazione o meno in borsa. La progressiva specializzazione della disciplina del tipo azionario, pertanto, suggeriva una maggiore specializzazione anche della disciplina del tipo s.r.l., al fine di differenziarla dalle s.p.a. non quotate caratterizzate da ridotto numero di soci e di negoziazioni delle partecipazioni.

[99] Attuata con il d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6.

[100] C. ANGELICI, *La riforma delle società*, cit., 15 s. Mentre la riforma ha allontanato la disciplina della s.r.l. da quella della s.p.a., a quest'ultima, invece, sono state estese molte norme precedentemente previste solo per le s.p.a. quotate, determinando quindi un avvicinamento tra s.p.a. "aperte" e s.p.a. "chiuse" (O. CAGNASSO, *La s.r.l.: un tipo societario "senza qualità"?*, in *Nuovo diritto delle società*, 2019, 8, 1257).

[101] L'art. 3, l. 3 ottobre 2001, n. 366, sanciva i seguenti principi generali: «*a)* prevedere un autonomo ed organico complesso di norme, anche suppletive, modellato sul principio della rilevanza centrale del socio e dei rapporti contrattuali tra i soci; *b)* prevedere un'ampia autonomia statutaria; c) prevedere la libertà di forme organizzative, nel rispetto del principio di certezza nei rapporti con i terzi».

[102] S. FORTUNATO, *La società a responsabilità limitata. Lezioni sul modello societario più diffuso*, 2° ed., Torino, 2020, 3.

[103] Cfr. G. ZANARONE, *La s.r.l. A vent'anni dalla riforma*, cit., 10 ss.

caratteristica della s.r.l. riformata è rappresentata dal porsi come tipo societario potenzialmente plasmabile tanto sul modello della s.p.a., quanto su quello delle società di persone[104]; non a caso è stato definito un tipo societario «capitalistico attenuato»[105], ad indicare che l'impresa è strutturata "per uffici" invece che "per persone", ma anche che in tale struttura convivono particolari tutele e prerogative in capo alle persone dei soci[106].

A dimostrare la natura "capitalistica" della s.r.l. contribuiscono numerosi fattori, tra cui[107]: la circostanza che lo svolgimento dell'attività è affidato ad organi sociali di amministrazione e talvolta anche di controllo; l'irrilevanza dell'*intuitus personae*, data la libera trasferibilità delle partecipazioni societarie[108]; il fatto che le modificazioni dell'atto costitutivo avvengono secondo il principio maggioritario, a differenza di quanto avviene nelle società di persone, ove è prescritta l'unanimità; il principio collegiale e maggioritario per l'adozione delle decisioni dei soci e degli amministratori[109]; l'esistenza di norme che tutelano l'integrità del capitale sociale (art. 2482-*bis*, 2482-*ter* c.c.)[110].

Ad "attenuare" la natura capitalistica, invece, concorrono altri fattori, tra cui: la circostanza che la competenza in materia gestoria degli amministratori non è assoluta, posto che alcune materie sono attribuite alla competenza concorrente o esclusiva dei

---

[104] G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, in *Il Codice Civile. Commentario*, fondato da P. SCHLESINGER, diretto da F.D. BUSNELLI, Tomo I, Milano, 2010, 98.

[105] L'espressione, che ha trovato larga fortuna nella dottrina, è stata coniata da G. ZANARONE, *Introduzione alla nuova*, cit., 80; ID., *Della società a responsabilità limitata*, cit., 64.

[106] Come osserva S. FORTUNATO, *La società a responsabilità limitata*, cit., 10, il tema della qualificazione formale del tipo s.r.l. fu molto dibattuto all'indomani della riforma, poiché un passaggio della relazione di accompagnamento al d.lgs. 6/2003 sembrava giustificare un'interpretazione che ricomprendesse la s.r.l. tra le società di persone: «Si legge, infatti, che la s.r.l. "cessa di presentarsi come una piccola società per azioni… Essa si caratterizza invece come una società personale la quale, perciò, pur godendo del beneficio della responsabilità limitata, può essere sottratta alle rigidità di disciplina richieste per la società per azioni". […] E tuttavia, è sicuramente importante sottolineare che il *modello legale*, applicabile in difetto di deroga, si fonda sul principio della responsabilità limitata dei soci per le obbligazioni contratte dalla società (art. 2462, comma 1, c.c.), con netta separazione fra il patrimonio personale dei soci e il patrimonio della società (cd. autonomia patrimoniale perfetta), per cui la s.r.l. disegnata dal legislatore è da ascrivere alle *società di capitali*».

[107] Sui fattori di seguito elencati, che dimostrano la natura "capitalistica" della s.r.l., v. G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, cit., 64 ss.; P. REVIGLIONO, voce *Società a responsabilità limitata*, cit., 1134.

[108] G. ZANARONE, *Introduzione alla nuova*, cit., 80.

[109] Cfr. S. FORTUNATO, *La società a responsabilità limitata*, cit., 169 e 203.

[110] G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, cit., 65 s.; P. REVIGLIONO, voce *Società a responsabilità limitata*, cit., 1134.

soci[111]; il fatto che ogni singolo socio è legittimato ad impugnare le delibere assembleari e a esercitare l'azione di responsabilità nei confronti degli amministratori[112]; il fatto che sono ammessi i conferimenti d'opera e di servizi, nei quali è centrale l'apporto personale del socio; il fatto che ai soci sono riconosciuti pervasivi poteri di controllo e di informazione sulla gestione[113]; il fatto che le quote non possono essere rappresentate da azioni, né costituire oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari (sicché è improbabile l'ingresso in società di soggetti completamente marginali rispetto alla vita dell'ente)[114].

Queste essendo le principali caratteristiche del modello legale[115], l'ampio spazio riconosciuto all'autonomia statutaria consente ai soci di orientare la propria società in una direzione maggiormente personalistica o capitalistica, a seconda delle esigenze[116].

Plasmano parzialmente la società in senso personalistico[117], ad esempio, la decisione di attribuire ai soci diritti particolari riguardanti l'amministrazione della società o la

[111] La possibilità per i soci di influire sulla gestione è stata disciplinata prendendo come modello la *GmbH* tedesca, nella quale l'assemblea, anche a prescindere da disposizioni statutarie in tal senso, può intervenire nella gestione dell'impresa impartendo istruzioni vincolanti agli amministratori o limitando i loro poteri (G. ZANARONE, *La s.r.l. A vent'anni dalla riforma*, cit., 12).

[112] Il socio, secondo l'interpretazione più diffusa, è legittimato a esercitare l'azione sociale, in luogo della società, al fine di far ottenere a quest'ultima il risarcimento causato dalla *mala gestio* degli amministratori (F. BRIOLINI, *Le responsabilità per l'amministrazione*, in G. SANTONI, F. BRIOLINI, G.M. BUTA, F. ACCETTELLA, *Le società a responsabilità limitata*, Torino, 2022, 225).

[113] P. MONTALENTI, *Il diritto societario dai "tipi" ai "modelli"*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2016, 4, I, 427.

[114] G. ZANARONE, *La s.r.l. A vent'anni dalla riforma*, cit., 16; ID., *Introduzione alla nuova società a responsabilità limitata*, cit., 81.

[115] Cfr. P. SPADA, *Classi e tipi di società dopo la riforma organica (guardando alla «nuova» società a responsabilità limitata)*, in *Rivista di diritto civile*, 2003, 5, 497, che definisce «residuale» l'organizzazione della società in senso "corporativo attenuato".

[116] Discorre di "modello statutario capitalistico" e "modello statutario personalistico" G. ZANARONE, *Introduzione alla nuova*, cit., 82 ss. In senso parzialmente difforme, v. P. MONTALENTI, *Il diritto societario dai "tipi" ai "modelli"*, cit., 422, il quale ritiene più opportuno parlare di «modello modulare», poiché l'autonomia privata viene lasciata libera di modulare e combinare elementi capitalistici ed elementi personalistici, senza dover optare tra modelli alternativi, così potendo, ad esempio, «coesistere diritti particolari sull'amministrazione della società (art. 2468, comma 3) e codice organizzativo corporativo o, viceversa, regole unanimistiche e/o metodi decisionali deformalizzati da un lato e previsione di organi di controllo anche se non obbligatori e/o facoltà di ricorso ai titoli di debito».

[117] L'avverbio "parzialmente" è richiesto dal fatto che la possibilità di disegnare la società in senso personalistico incontra dei limiti invalicabili, prevalentemente riconducibili ad esigenze di tutela dei terzi o dei creditori sociali [P. REVIGLIONO, voce *Società a responsabilità limitata*, cit., 1134 s.; G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, cit., 102 ss.; ID., *La società a responsabilità limitata. Un modello "senza qualità"? (un ideale dialogo con Oreste Cagnasso)*, in M. IRRERA (a cura di), *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della Crisi. Studi in onore di Oreste Cagnasso*, Torino, 2020, 8], tra i quali: la regola in base alla quale il rimborso della quota del socio escluso non può avvenire mediante riduzione del capitale, con la conseguenza che, qualora la s.r.l. non

distribuzione degli utili (art. 2468, comma 3, c.c.) o quella di prevedere ipotesi di esclusione diverse da quella legale rappresentata dalla morosità del socio nell'esecuzione del conferimento[118]. È anche possibile strutturare l'organizzazione e il funzionamento della società in senso più personalistico, ad esempio aumentando le funzioni gestorie in capo ai soci[119], prevedendo l'amministrazione disgiuntiva o congiuntiva[120], oppure prevedendo l'unanimità per le modifiche statutarie[121].

Specularmente, fanno protendere la società verso il modello capitalistico disposizioni statutarie che determinano, pur sempre con alcuni limiti[122], una prevalenza

---

riesca a liquidare la quota secondo la disciplina dettata in materia di recesso, l'esclusione perderebbe effetto (F. BRIOLINI, *Il recesso e l'esclusione*, in G. SANTONI, F. BRIOLINI, G.M. BUTA, F. ACCETTELLA, *Le società a responsabilità limitata*, Torino, 2022, 332), oppure, secondo altri, i soci dovrebbero revocare l'esclusione per non andare incontro allo scioglimento della società (S. FORTUNATO, *La società a responsabilità limitata*, cit., 160); quella che impone l'istituzione del collegio sindacale qualora la società superi determinati parametri stabiliti dall'art. 2477 c.c.; quelle regole inderogabili (pur sempre meno gravose rispetto a quelle previste per le s.p.a.) riguardanti la valutazione dei conferimenti in natura; il regime di contrasto alla sottocapitalizzazione normale rappresentato dalla regola sulla postergazione dei finanziamenti dei soci ai sensi dell'art. 2467 c.c.

[118] G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, cit., 98 ss. Cfr. M. PERRINO, *La «rilevanza del socio» nella s.r.l.: recesso, diritti particolari, esclusione*, in *Scritti in onore di Vincenzo Buonocore*, Tomo III, Milano, 2005, 3398, il quale, con riguardo alle facoltà statutarie indicate nel testo, parla di un «secondo livello di personalizzazione, quello cioè in cui i profili di rilevanza del socio introdotti dalla disciplina della s.r.l. riformata appaiono tali […] da far perfino proclamare l'avvenuto attraversamento del guado delle società personali».

[119] Pur rimanendo comunque preclusa la possibilità di attribuire ai soci tutte le funzioni gestorie, eliminando l'organo amministrativo, come potrebbe suggerire ad una prima lettura l'art. 2479 c.c. che consente all'atto costitutivo di individuare le «materie riservate» alla competenza dei soci. Depongono in senso contrario alla possibilità di eliminare l'organo amministrativo non solo l'art. 2463 che, nel fissare il contenuto dell'atto costitutivo, richiede che esso indichi i soggetti a cui è affidata l'amministrazione e le norme che regolano il funzionamento della società, tra cui quelle relative all'amministrazione e alla rappresentanza, ma anche il comma 5 dell'art. 2475 c.c., che attribuisce in ogni caso alla competenza degli amministratori alcune materie (redazione del progetto di bilancio e dei progetti di fusione e scissione, nonché le decisione di aumento del capitale ai sensi dell'art. 1482 c.c.), e il comma 1 dell'art. 2475 c.c. (come modificato dal Codice della crisi e poi dal d.lgs. correttivo 26 ottobre 2020, n. 147), ai sensi del quale «l'istituzione degli assetti di cui all'articolo 2086, secondo comma, spetta esclusivamente agli amministratori». La ragione di tale sfera di indisponibilità «è da ricollegare alla necessaria conoscenza dell'intera attività gestoria della società che la redazione dei progetti indicati comporta», così come alla «conoscenza estesa di tutte le esigenze operative della società» che l'istituzione degli assetti organizzativi richiede (così, S. FORTUNATO, *La società a responsabilità limitata*, cit., 193 ss.)

[120] Le quali potrebbero anche coesistere in relazione a diverse categorie di atti gestori (S. FORTUNATO, *La società a responsabilità limitata*, cit., 203; COMITATO NOTARILE DEL TRIVENETO, Orientamento I.C.1, Settembre 2011).

[121] F. ACCETTELLA, *Le modificazioni dell'atto costitutivo. L'aumento e la riduzione del capitale sociale*, in G. SANTONI, F. BRIOLINI, G.M. BUTA, F. ACCETTELLA, *Le società a responsabilità limitata*, Torino, 2022, 292.

[122] Anche in questo caso, come si è osservato *supra* con riguardo alla possibilità di esaltare i profili personalistici della società, la facoltà di orientare la s.r.l. verso il modello capitalistico incontra dei limiti invalicabili [P. REVIGLIONO, voce *Società a responsabilità limitata*, cit., 1135; G. ZANARONE, *La società a responsabilità limitata. Un modello "senza qualità"? (un ideale dialogo con Oreste Cagnasso)*, in M.

dell'organizzazione sulle persone dei soci, ad esempio: l'istituzione di organi di controllo anche quando non sia obbligatoria; la previsione che consente di modificare a maggioranza, invece che all'unanimità come prevede la regola di *default*, i diritti particolari dei soci (art. 2468, commi 3 e 4); la previsione che autorizza l'emissione di titoli di debito, a maggior ragione se attribuisce la competenza sulla relativa decisione agli amministratori.

L'esaltazione della "flessibilità" del tipo è uno dei principali fattori che ne hanno determinato il successo[123]. La s.r.l. è stata resa un tipo societario "polifunzionale"[124], adatto a rispondere ad esigenze di vario genere, anche distinte da quelle della piccola impresa, alla quale questo tipo è precipuamente destinato. Così, al fianco di s.r.l. costituite per l'esercizio di imprese medio-piccole e dal carattere "chiuso" (cioè caratterizzate da una ristretta base sociale composta da soggetti legati da vincoli personali o professionali), si contano numerose s.r.l. anche nel campo delle grandi imprese, talvolta con un numero considerevole di soci, nonché molte s.r.l. aventi funzione di *holding*, poste a capo di grandi gruppi di società, quindi obbligate alla redazione del bilancio consolidato e alla revisione legale dei conti[125]. Inoltre, la flessibilità si manifesta in tutta la sua forza nel campo delle c.d. s.r.l. "aperte", cioè quelle società che hanno offerto le proprie quote ad investitori anonimi sui portali di *crowdfunding*. Non mancano, infine, norme specifiche che adeguando la disciplina della s.r.l. alla presenza, nella sua compagine sociale, di un socio pubblico, dimostrando la capacità di questo tipo societario di rispondere anche alle esigenze della pubblica amministrazione[126].

IRRERA (a cura di), *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della Crisi. Studi in onore di Oreste Cagnasso*, Torino, 2020, 5, 8], tra cui: la regola che attribuisce inderogabilmente ai soci la competenza su alcune decisioni (art. 2479, comma 2, c.c.); quella che prevede cause legali di recesso irrinunciabili (art. 2473 c.c.); quella che limita la possibilità di sottoscrivere titoli di debito agli investitori professionali, così escludendo che venga a crearsi un mercato di tali titoli equiparabile a quello esistente per le obbligazioni di s.p.a. (art. 2483 c.c.)

[123] D.U. SANTOSUOSSO, *Il ruolo della società*, cit., 923 s.

[124] L'espressione è di S. FORTUNATO, *La società a responsabilità limitata*, cit., 12.

[125] Cfr. O. CAGNASSO, *La s.r.l.: un tipo societario "senza qualità"?*, in *Nuovo diritto delle società*, 2019, 8, 1255 ss., che descrive le numerose tipologie di imprese che possono essere proficuamente costituite in forma di s.r.l.

[126] Sulle norme del d.lgs. 19 agosto 2016, n. 175 (t.u. società a partecipazione pubblica), che adeguano la s.r.l. alle esigenze che derivano dalla presenza di un socio pubblico, sia consentito rimandare a L. FRUSCIONE, *Sostenibilità finanziaria e convenienza economica nell'assunzione di partecipazioni*

5.3. I caratteri tipologici della s.r.l. riformata: rilevanza del socio e autonomia statutaria.

Da quanto esposto nel paragrafo precedente sembra emergere che la centrale rilevanza del socio[127] e l'ampia autonomia statutaria[128] costituiscano caratteri essenziali della s.r.l.[129] Questi due caratteri potrebbero entrare in tensione[130], in quanto se l'autonomia statutaria è veramente tale, allora essa dovrebbe poter essere esercitata anche per ridurre il peso del socio nella società, invece che per esaltarlo[131]. Così, da un lato, è possibile potenziare la posizione del socio, ad esempio attribuendogli particolari diritti *ex* art. 2468, comma 3, c.c., mentre, dall'altro, è possibile limitare le prerogative

---

societarie da parte di pubbliche amministrazioni e controllo della Corte dei conti, in *Foro italiano*, 2023, 3, III, 140.

[127] Secondo A.D. SCANO, *Il "tipo"*, cit., 61, il principio della rilevanza centrale del socio è stato declinato in due diverse accezioni. In un primo senso, viene valorizzata la figura del socio come "categoria", attribuendo un maggior peso decisionale alla collettività dei soci rispetto agli amministratori; ciò si esplica nel pervasivo potere di controllo, nel meccanismo di avocazione di materie dalla competenza gestoria, e nel fatto, in generale, che gli amministratori, salvo che in specifiche materie espressamente indicate dall'art. 2475, comma 7, c.c., «condividono la competenza gestoria (esclusa quella esecutiva) con i soci». In un secondo senso, viene valorizzata la persona del socio come "membro della categoria", come individuo, attribuendogli maggiori possibilità di *exit* tramite recesso, attraverso l'ampliamento delle cause di recesso legali, la possibilità di prevederne nuove statutariamente, e la possibilità di esercitare individualmente l'azione di responsabilità nei confronti degli amministratori.

[128] Secondo A.D. SCANO, *Il "tipo"*, cit., 64 ss., l'autonomia statutaria viene chiamata in causa nella disciplina della s.r.l. secondo tre modalità. Essa è, in alcuni casi, fonte esclusiva di regolamentazione: si tratta di quei casi in cui il legislatore riconosce all'autonomia la facoltà di esplicarsi su un determinato aspetto del funzionamento della società o dei diritti dei soci, consentendo che essa costituisca la disciplina integrale di tale aspetto o ambito (così accade, ad esempio, quando il legislatore prevede la facoltà di attribuire ai soci diritti particolari *ex* art. 2468, comma 3, c.c., la facoltà di introdurre ipotesi di esclusione per giusta causa, ovvero quella di attribuire competenze gestorie ai soci, o ancora la facoltà di emettere titoli di debito). In altri casi, l'autonomia statutaria è richiamata dal legislatore solo implicitamente (ad esempio, è l'autonomia a dover disciplinare il procedimento di esclusione del socio per giusta causa o la regolazione di dettaglio del procedimento da seguire per l'adozione di decisioni dei soci extra-assembleari). In altri casi ancora, l'autonomia statutaria è chiamata in causa dal legislatore solo come possibile fonte alternativa, e in senso contrario, rispetto alla disciplina legale di un certo ambito (situazione che si verifica ogni qual volta si riscontrano espressioni come «salvo diversa disposizione dell'atto costitutivo», «se l'atto costitutivo non dispone diversamente» e simili).

[129] A. DACCÒ, *La s.r.l. Caratteristiche tipologiche e struttura formale*, in M. CIAN (a cura di) *Diritto commerciale*, III, Torino, 2020, 667; M. CIAN, *Il tipo s.r.l.?*, in *Nuove leggi civili commentate*, 2021, 2, 301. Lo stesso Autore parla anche di «logica dell'*engagement* dei soci nell'attività» e di «logica della modularità sartoriale delle partecipazioni»: ID., *Dalla s.r.l. a base personalistica alle quote "finanziarie" e alla destinazione ai mercati: tante s.r.l.?*, in *Studium iuris*, 2019, 12, 1421.

[130] C. IBBA, *Leggendo il "Diritto delle società" di Gian Carlo Rivolta. Spunti in tema di centralità del socio e di… mancanza dei soci*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2020, 3, I, 493.

[131] G.C.M. RIVOLTA, *Diritto delle società. Profili generali*, Torino, 2015, 203: «l'ampiezza dell'autonomia statutaria […] impedisce di attribuire un significato rigido alle indicazioni di centralità del socio […], perché quella rigidità paralizzerebbe l'autonomia statutaria».

del socio, riducendo il suo peso nella società[132]. Se ne ricava che nessuno dei due principi dovrebbe prevalere sull'altro, non potendo la rilevanza centrale del socio costituire un limite invalicabile per l'autonomia statutaria[133].

Tuttavia, secondo un'opinione diffusa in dottrina, non potendosi trascurare l'importanza del socio come soggetto coinvolto nella gestione sociale, sarebbe caratteristica insopprimibile della s.r.l. la "socialità" della partecipazione, e quindi l'esistenza di soci-imprenditori. Per essere tali, però, i soci devono possedere quelle prerogative minime (considerate inderogabili) che gli consentono di influire in vario modo sulla gestione della società[134]. Inoltre, la s.r.l., nonostante possa essere orientata dall'autonomia statutaria in direzione più capitalistica, rimane connotata da una maggiore attenzione per l'esigenza di assicurare l' "esercizio in comune" dell'attività economica, requisito del contratto di società ai sensi dell'art. 2447 c.c.[135] Ciò si esplica, tra l'altro, nel fatto che non è possibile sopprimere il diritto di voto o le competenze gestorie minime dei soci e, per converso, nel fatto che non è possibile emettere strumenti partecipativi forniti di un, sia pur limitato, diritto di voto, che consentirebbe a soggetti non soci di partecipare alla gestione.

Dunque, in seguito alla riforma del 2003, la dottrina, dinanzi alla grande libertà concessa all'autonomia statutaria nel modellare la s.r.l., si è sforzata di individuare norme inderogabili nella disciplina di questa società, capisaldi le cui fondamenta l'autonomia privata non può minare[136], pena lo "sforamento" in un altro tipo sociale o la

---

[132] C. IBBA, *Leggendo il "Diritto delle società"*, cit., 493, il quale segnala che, comunque, anche nel caso in cui l'autonomia statutaria e la rilevanza del socio procedano nella stessa direzione, utilizzando la prima per potenziare la seconda (ad esempio mediante l'attribuzione di "particolari" diritti), è ben possibile che ciò comporti indirettamente il depotenziamento della posizione di altri soci (ai quali non è attribuito alcun diritto "particolare").

[133] Il riferimento è in particolare alle citate opere di G.C.M. RIVOLTA, *Diritto delle società*, cit., 202 ss., e C. IBBA, *Leggendo il "Diritto delle società"*, cit., 492 s.

[134] M. CIAN, *Il tipo s.r.l.?*, cit., 302 s.; ID., *Dalla s.r.l. a base personalistica*, cit., 1425 ss.; S. FORTUNATO, *La società a responsabilità limitata*, cit., 7.

[135] G. ZANARONE, *La s.r.l. A vent'anni dalla riforma*, cit., 16 ss.: diversamente, la s.p.a. costituisce per lo più uno strumento atto a realizzare la «efficiente raccolta di investimenti produttivi attraverso una distribuzione graduata dei diritti sociali fra i diversi strumenti finanziari emettibili» (p. 18).

[136] G.C.M. RIVOLTA, *Diritto delle società*, cit., 145 ss., il quale rileva che la prima scelta in cui si esplica l'autonomia privata è quella attinente al tipo di società; in seguito, il secondo momento in cui si manifesta l'autonomia è quello in cui il tipo prescelto viene "plasmato" in base alle esigenze dei soci. È in questa seconda scelta che i soci «devono fare i conti con l'area della disciplina legale inderogabile, propria di ogni strumento tipico».

violazione del principio di *tipicità* degli strumenti societari[137]. Nell'individuazione delle aree di inderogabilità presenti nella disciplina della s.r.l., l'operatore dovrebbe interrogarsi su quali siano gli interessi coinvolti nella norma di volta in volta analizzata[138]. In linea di principio, devono ritenersi inderogabili le norme che tutelano i creditori e i terzi in tema di formazione del capitale sociale e di integrità del patrimonio (ciò in ragione del principio di responsabilità limitata), così come le regole in materia di bilancio e pubblicità, le quali tutelano, oltre a creditori e terzi (costituendo condizioni essenziali per assicurare l'integrità del patrimonio sociale), anche l'interesse del mercato alla trasparenza e all'informazione[139]. Tuttavia, le regole inderogabili non esauriscono la propria funzione nella tutela di interessi esterni all'impresa, avendo ad oggetto, in alcuni casi, anche interessi dei soci[140], come – almeno secondo una parte della dottrina – l'esercizio del diritto di controllo individuale e dell'azione di responsabilità nei confronti degli amministratori[141].

In ultima analisi, è possibile tentare una ricostruzione delle regole che rappresentano i capisaldi, invalicabili dall'autonomia statutaria, della disciplina della s.r.l. come disegnata dalla riforma del 2003[142]. Tra di esse, si annoverano: *a)* le regole sul capitale minimo; *b)* la c.d. regola "ricapitalizza o liquida" di cui all'art. 2482-*ter*; *c)* l'obbligo di nominare un collegio sindacale qualora si verifichino le condizioni descritte dall'art. 2477, commi 2 e 3, c.c.; *d)* la necessità dell'atto pubblico per la stipula dell'atto costitutivo e per le successive modifiche; *e)* il divieto di emettere azioni e di offrire al

[137] Cfr. G.C.M. RIVOLTA, *Diritto delle società*, cit., 119, secondo il quale la *tipicità* delle società trova la sua *ratio* soprattutto nell'esigenza di consentire ai terzi di conoscere, prima ancora di entrare in contatto con l'impresa, quale sia la struttura essenziale della stessa; «il che d'altronde presuppone che vi sia un nucleo (per quanto ristretto) di norme inderogabili – e principalmente quelle relative all'imputazione degli atti e alla responsabilità per le obbligazioni – che disciplinano quell'organismo».

[138] A.D. SCANO, *Il "tipo"*, cit., 51. Tale operazione di analisi delle singole norme non è necessaria, o quantomeno assume minore importanza, quando sia lo stesso testo legislativo a fornire espressamente indici che depongono per la derogabilità, come le espressioni «salvo diversa convenzione», «se non è convenuto diversamente», o per l'inderogabilità, come le espressioni «in ogni caso», «in nessun caso» (G.C.M. RIVOLTA, *Diritto delle società*, cit., 147).

[139] S. FORTUNATO, *La società a responsabilità limitata*, cit., 7.

[140] G.C.M. RIVOLTA, *Diritto delle società*, cit., 149, che menziona, tra questi interessi interni all'ente, quelli facenti capo a singoli soci, a minoranze, a categorie o gruppi di soci variamente privi di poteri per influire sulla gestione dell'impresa. Nello stesso senso, S. FORTUNATO, *La società a responsabilità limitata*, cit., 7.

[141] S. FORTUNATO, *La società a responsabilità limitata*, cit., 7 s.

[142] La ricostruzione che segue nel testo è tratta da G. ZANARONE, *La s.r.l. A vent'anni dalla riforma*, cit., 22 ss.

pubblico le partecipazioni di s.r.l., comunque denominate; *f)* le rigorose condizioni a cui è sottoposta l'emissione di titoli di debito *ex* art. 2483 c.c.; *g)* la regola sulla postergazione dei finanziamenti dei soci di cui all'art. 2467 c.c.; *h)* le regole sull'iscrizione nel registro delle imprese degli atti di trasferimento delle partecipazioni, da redigersi con sottoscrizioni autenticate o con firma digitale; *i)* il divieto per la s.r.l. di compiere operazioni sulle proprie quote. Come si è detto, a questi capisaldi dovrebbero aggiungersi anche quelle regole che, essendo espressione del principio di rilevanza centrale del socio, caratterizzano tipologicamente la s.r.l.: tra queste, in particolar modo, il diritto di controllo e la legittimazione individuale all'esercizio dell'azione di responsabilità nei confronti degli amministratori (art. 2476, commi 2 e 3, c.c.)[143].

La stagione di riforme che ha interessato la s.r.l. nel ventennio successivo alla riforma del 2003 ha profondamente inciso sulla maggior parte dei capisaldi ora enucleati, portando una parte della dottrina a concludere che le uniche due caratteristiche certe del tipo s.r.l. sarebbero la responsabilità limitata e i vincoli di rappresentazione della partecipazione sociale[144].

6. Gli interventi successivi alla riforma del 2003. Il diritto societario della crisi e della ripresa.

La società a responsabilità limitata, fin dalla sua prima teorizzazione e introduzione, si è presentata come una "semplificazione" della società per azioni[145]. La vocazione alla semplicità è stata accentuata ulteriormente dalla riforma del 2003[146] e dagli interventi

[143] S. FORTUNATO, *La società a responsabilità limitata*, cit., 7. Si tratta in realtà di norme sulla cui inderogabilità la dottrina è divisa: v. cap. III, par. 6.2.

[144] P. MONTALENTI, *Il diritto societario dai "tipi" ai "modelli"*, cit., 446; M. CIAN, *Il tipo s.r.l.?*, cit., 301; E. DESANA, *PMI innovative, PMI e società a responsabilità limitata: una rivoluzione copernicana?*, in M. IRRERA (a cura di), *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della Crisi. Studi in onore di Oreste Cagnasso*, Torino, 2020, 74.

[145] Una semplificazione che «riguarda anzitutto la procedura di costituzione, ma che tocca anche l'organizzazione sociale, la struttura finanziaria e i controlli, senza tuttavia pregiudicare o limitare il beneficio della responsabilità limitata per i soci» (M. SPOLIDORO, *Una società a responsabilità limitata da tre soldi*, cit., 1086).

[146] Sono orientate in tal senso le previsioni che consentono, in presenza di determinate condizioni, di evitare la nomina di un organo di controllo interno, quelle che snelliscono il procedimento di valutazione dei conferimenti in natura rispetto a quanto è previsto per la s.p.a. (l'art. 2465 c.c., infatti, non richiede né l'intervento dell'autorità giudiziaria nella designazione dell'esperto che deve svolgere la valutazione, né la revisione di stima), quelle che consentono l'adozione delle decisioni dei soci e degli amministratori mediante la consultazione scritta o il consenso espresso per iscritto.

normativi ad essa successivi, con i quali, tra l'altro, è stato abolito l'obbligo di tenuta del libro dei soci[147] e sono stati introdotti meccanismi agevolati di trasferimento delle quote[148]. Inoltre, nel corso degli anni '10 del nuovo millennio[149], si sono succeduti ulteriori interventi che hanno avuto come obiettivo, da un lato, l'agevolazione dell'accesso alla s.r.l.[150], dall'altro, la sua finanziarizzazione[151]. Le riforme in parola si inscrivono in quel moto legislativo che è stato motivato dalla "crisi" e volto alla "ripresa", secondo due prospettive[152]. Da un punto di vista "pubblicistico", si è inteso sostenere l'economia duramente colpita dalla crisi, favorendone la ripresa, anche mediante l'introduzione di trattamenti più vantaggiosi per le imprese in ambito fiscale e creditizio, nonché in materia di oneri amministrativi e di accesso a canali di finanziamento "alternativi"; da un punto di vista "privatistico", tale obiettivo è stato perseguito mediante l'introduzione di regole derogatorie a quelle generali del diritto societario[153]. Si tratta di norme dirette, per un verso, a consentire una migliore gestione delle società in crisi già esistenti, favorendone, ove possibile, la ripresa[154], mentre, per

[147] V., fra gli altri, G. MARASÀ, *Soppressione del libro dei soci nella s.r.l. e sue conseguenze*, in *Rivista di diritto civile*, 2009, 6, 647.

[148] In particolare, i regimi di trasferimento delle quote "alternativi" a quello tradizionale previsto dal Codice civile (art. 2470) sono tre: uno (art. 36, comma 1-*bis*, d.l. 25 giugno 2008 n. 112), utilizzabile da tutte le s.r.l., che subordina l'efficacia del trasferimento al deposito, da parte di un intermediario abilitato ai sensi dell'art. 31, comma 2-*quater*, l. 24 novembre 2000 n. 340 (cioè anche un ragioniere o un dottore commercialista), presso l'ufficio del registro delle imprese, dell'atto di trasferimento sottoscritto con firma digitale (anche non autenticata, specificazione prevista dalla norma di interpretazione autentica di cui all'art. 14, comma 8, l. 12 novembre 2011 n. 183, che si è resa necessaria per tacitare i contrasti che erano sorti in sede di prima applicazione dell'istituto); gli altri due (disciplinati dall'art. 100-*ter*, comma 2, Tuf e dall'art. 26, commi 2-*bis*, 2-*ter*, 2-*quater*, d.l. 179/2012) sono esaminati in cap. II, par. 6; cap. III, par. 11.2.3 e par. 12.

[149] Periodo definito come «stagione dell'emergenza» da G. ZANARONE, *La società a responsabilità limitata. Un modello "senza qualità"? (un ideale dialogo con Oreste Cagnasso)*, cit., 8.

[150] In quest'ottica, invero, deve essere letta anche la possibilità di costituire s.r.l. unipersonali (già prevista dal d.lgs. 88/1993, in attuazione della XII direttiva CE del 1989): G. ZANARONE, *La s.r.l. A vent'anni dalla riforma*, cit., 28 s.

[151] Cfr. G. ZANARONE, *La s.r.l. A vent'anni dalla riforma*, cit., 87, che propone una tripartizione degli interventi legislativi che hanno interessato la s.r.l. (estensibile, in buona misura, anche alla s.p.a.) in quelli diretti alla liberalizzazione, alla semplificazione o all'incremento del grado di apertura ai mercati e ai nuovi canali di finanziamento.

[152] Di diritto societario «tra crisi e ripresa» discorre C. IBBA, *Il nuovo diritto societario tra crisi e ripresa (Diritto societario quo vadis?)*, in *Rivista delle società*, 2016, 6, 1026.

[153] G. MARASÀ, *Le s.r.l. nel quadro della legislazione di agevolazione*, in *Nuove leggi civili commentate*, 2014, 37, 632.

[154] Si fa riferimento al c.d. "diritto societario della crisi", espressione che ha avuto ampio successo in dottrina e la cui prima apparizione risulta essere in U. TOMBARI, *I finanziamenti dei soci e i finanziamenti infragruppo dopo il Decreto Sviluppo: prededucibilità o postergazione?*, in *Il Fallimentarista*, 20 dicembre 2012, e, poco dopo, nel più ampio lavoro ID., *Principi e problemi di "diritto societario della*

altro verso, a incentivare l'accesso all'attività imprenditoriale, soprattutto in forma societaria, semplificando la costituzione di nuove società[155].

In particolare, si riscontra una netta presa di posizione del legislatore nel senso di mitigare uno dei principali ostacoli all'accesso all'impresa, cioè la previsione di un capitale sociale minimo, che era pienamente coerente con l'economia industriale del 1942, quando la capacità di intrapresa economica era necessariamente connessa alla capacità patrimoniale di un soggetto, ma che, nella moderna economia finanziaria, ha visto progressivamente affievolita la propria centralità[156]. Dunque, all'esito di alcuni ravvicinati e talvolta contraddittori interventi legislativi, è ora possibile costituire s.r.l. semplificate (s.r.l.s.)[157], le quali, tra le altre agevolazioni, possono essere costituite con

---

crisi", in *Rivista delle società*, 2013, 6, 1138. L'espressione, secondo alcuni autori (tra cui U. TOMBARI nelle opere citate), si riferisce a un sistema di norme che, seppure introdotte secondo una logica emergenziale ed episodica per far fronte alla recessione economica globale dell'ultimo decennio, sono destinate a superare questa fase storica. Sarebbero da ricomprendervi le disposizioni degli artt. 182-*quater*, comma 3, e 182-*sexies* l.fall. derogatorie, rispettivamente, della regola della postergazione dei finanziamenti soci e infragruppo e degli obblighi di riduzione del capitale o di trasformazione o scioglimento. Secondo altri autori (tra cui P. MONTALENTI, *Diritto dell'impresa in crisi, diritto societario concorsuale, diritto societario della crisi: appunti*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2018, 1, I, 62), l'espressione "diritto societario della crisi" sarebbe polisemica: da un lato, lo si può individuare in quelle disposizioni derogatorie di regole di diritto societario, applicabili alle società che accedono a strumenti di regolazione della crisi (quindi, ancora, gli artt. 182-*quater*, comma 3, e 182-*sexies* l.fall.); dall'altro lato, il "diritto societario della crisi" in senso stretto sarebbe rappresentato dall'insieme dei principi e delle regole societarie, o di particolari declinazioni di essi, riguardanti l'amministrazione e il controllo di società in crisi o, più precisamente, in pre-crisi. Si tratta dei doveri degli organi societari nel monitoraggio delle condizioni della società e del modo in cui essi mutano all'approssimarsi del declino per farvi fronte.

[155] Si fa riferimento al c.d. "diritto societario della ripresa", espressione che, secondo C. IBBA, *Il nuovo diritto societario*, cit., 1048, alluderebbe alle regole societarie che dovrebbero in qualche modo favorire la ripresa complessiva dell'economia. Utilizzando ancora la tripartizione operata da G. ZANARONE, *La s.r.l. A vent'anni dalla riforma*, cit., 87, si allude alle riforme, su cui verte il presente paragrafo, volte sia a liberalizzare e semplificare l'accesso all'attività d'impresa, sia ad aumentare il grado di finanziarizzazione delle società.

[156] M. ONZA, *L'"accesso" alla società per azioni ed alla società a responsabilità limitata*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2020, 4, I, 724. Nello stesso senso, M. CAMPOBASSO, *Il futuro delle società di capitali*, in *Banca borsa titoli di credito*, 2019, 1, I, 146: «la ragione del declino del capitale sociale è da rintracciare nel fatto che la logica di questo istituto si pone in contrasto con l'estrema finanziarizzazione dell'economia: vale a dire sul predominio che l'industria finanziaria e la creazione di "ricchezza finanziaria" ha assunto rispetto all'industria tradizionale e alla ricchezza derivante da beni non finanziari».

[157] La s.r.l.s. è stata introdotta dal d.l. 24 gennaio 2012, n. 1, recante "Disposizioni urgenti per la concorrenza, lo sviluppo delle infrastrutture e la competitività", il cui art. 3 ha inserito nel codice civile l'art. 2463-*bis*. In seguito a diverse modifiche (attuate, dapprima, con la l. 24 marzo 2012, n. 27, di conversione del d.l. citato, e, poi, con il d.l. 28 giugno 2013, n. 76,), attualmente, la s.r.l.s. può essere costituita solo da persone fisiche e adottando un modello di atto costitutivo *standard*, non derogabile, ma – si ritiene – integrabile con ulteriori clausole (in questo senso, S. FORTUNATO, *La società a responsabilità limitata*, cit., 28; ma, per un più ampio resoconto delle diverse opzioni interpretative che sono state avanzate, v. anche D. BOGGIALI, A. RUOTOLO, *Dalla società a responsabilità limitata "alle"*

un capitale sociale inferiore a diecimila euro, purché di almeno un euro, nonché s.r.l. "ordinarie" con il medesimo requisito di capitale minimo "simbolico"[158] (c.d. s.r.l. a capitale marginale)[159]. L'introduzione di tali fattispecie intende favorire l'avvio di nuove iniziative imprenditoriali consentendo ai soci di non investire un ammontare significativo di risorse, pur conservando il beneficio della responsabilità limitata[160].

---

società a responsabilità limitata, in *Biblioteca della fondazione italiana del notariato*, 2020, 1, 33 ss.), approvato con decreto dal Ministero della giustizia. Il capitale sociale, deve essere pari almeno ad un euro e inferiore all'importo di diecimila euro, nonché interamente versato, in denaro, alla data della costituzione. A garanzia della pronta integrazione del capitale sociale, è previsto che venga detratta annualmente dagli utili netti una somma pari ad almeno un quinto degli stessi, fino a che la riserva legale non abbia raggiunto, unitamente al capitale, l'ammontare di diecimila euro (art. 2463, comma 5, c.c.). La costituzione è inoltre esente dal pagamento di onorario notarile, diritti di segreteria e imposta di bollo. Secondo la dottrina prevalente, la s.r.l.s. non costituisce un nuovo tipo societario distinto dalla s.r.l.: in tal senso, S. FORTUNATO, *La società a responsabilità limitata*, cit., 28; in senso contrario, G.C.M. RIVOLTA, *Diritto delle società*, cit., 127 ss. In generale, sulla s.r.l.s., v., *ex plurimis*, D. BOGGIALI, A. RUOTOLO, *Dalla società a responsabilità limitata*, cit., 9 ss. e 33; G. FERRI jr, *Prime osservazioni in tema di società a responsabilità limitata semplificata e di società a responsabilità limitata a capitale ridotto*, in *Rivista del diritto commerciale*, 2013, 2, 135; P. REVIGLIONO, *La società semplificata a responsabilità limitata: un "buco nero" nel sistema delle società di capitali*, in *Nuovo diritto delle società*, 2012, 4, 7; M. SPIOTTA, *Srl unilaterale "semplificata" o a "capitale ridotto": problemi e prospettive*, in *Nuovo diritto delle società*, 2012, 18, 54; M. CIAN, *Srl, Srl semplificata, Srl a capitale ridotto. Una nuova geometria del sistema o un sistema disarticolato?*, in *Rivista delle società*, 2012, 6, 1101.

[158] Laddove, si noti, "simbolico" è l'ammontare del conferimento richiesto ai soci e, di riflesso, l'ammontare del capitale sociale, ma non il capitale sociale stesso, «nella misura in cui il capitale si risolve nelle regole che lo caratterizzano e che continuano ad applicarsi in modo invariato» (G.A. RESCIO, *La s.r.l. a capitale simbolico e s.r.l. semplificata*, in P. MONTALENTI (a cura di), *I modelli di impresa societaria fra tradizione e innovazione nel contesto europeo*, Milano, 2016, 79).

[159] L'intricata vicenda legislativa che ha condotto all'attuale previsione della s.r.l. «a capitale marginale» (l'espressione è di S. FORTUNATO, ma da altri viene anche definita semplicemente «s.r.l. con capitale inferiore a diecimila euro») è iniziata con il d.l. 22 giugno 2012, n. 83, recante "Misure urgenti per la crescita del paese", il cui art. 44 aveva introdotto la s.r.l. "a capitale ridotto", che mutuava dalla s.r.l.s. (su cui v. *supra*), oltre alla regola del capitale minimo *nummo uno*, anche quella che impone l'intero versamento, in denaro e nelle mani degli amministratori, dei conferimenti. In seguito, il d.l. 23 giugno 2013, n. 76, recante "Primi interventi urgenti per la promozione dell'occupazione, in particolare giovanile, della coesione sociale, nonché in materia di Imposta sul valore aggiunto (Iva) e altre misure finanziarie urgenti", ha espunto le s.r.l. "a capitale ridotto" dall'ordinamento. In sede di conversione di quest'ultimo d.l., con la l. 9 agosto 2013, n. 99, è stata introdotta la disciplina della s.r.l. "a capitale marginale" (contenuta nei commi 4 e 5 dell'art. 2463, c.c.), che può essere costituita con capitale inferiore a diecimila euro, purché i conferimenti siano effettuati tutti in denaro, siano versati integralmente all'atto della costituzione e sia detratta annualmente dagli utili netti una somma pari ad almeno un quinto degli stessi, fino a che la riserva legale non abbia raggiunto, unitamente al capitale, l'ammontare di diecimila euro. Sulla s.r.l. a capitale marginale e sull'*iter* legislativo che ha condotto ad essa, v., *amplius*, D. BOGGIALI, A. RUOTOLO, *Dalla società a responsabilità limitata*, cit., 12 ss. e 18 ss.; oltre alla bibliografia già citata nella nota precedente in materia di s.r.l.s.

[160] S. FORTUNATO, *La società a responsabilità limitata*, cit., 26.; G.A. RESCIO, *La s.r.l. a capitale simbolico*, cit., 75. L'abbattimento dell'ostacolo costituito dal capitale minimo, invero, era già stato avviato da quella liberalizzazione «strisciante» rappresentata dalla «mancata rivalutazione dei capitali minimi, cioè il mancato adeguamento di essi al mutato potere di acquisto della nostra moneta, fenomeno che dura ormai – senza aver subito interruzione neppure con la riforma del 2003 – dall'ultima rivalutazione avvenuta con la c.d. legge Pandolfi del 1977», con la conseguenza che la cifra di 10.000

Percorrendo incondizionatamente la strada dello stimolo e del sostegno alle iniziative economiche, la descritta logica agevolatrice e semplificatrice non sempre si è mostrata compatibile con gli interessi altri pur tutelati dall'ordinamento e nemmeno coerente con gli stessi obiettivi che si prefiggeva di raggiungere. Si pensi alla possibilità di avviare un'attività con un capitale meramente simbolico: ciò non solo può apparire ingenuo in quanto nessuna attività può prescindere da una dotazione patrimoniale iniziale, ma si riverbera anche sui terzi che entrano in contatto con l'impresa, sui quali viene traslato il rischio d'impresa e che sono anch'essi imprenditori; anzi, il più delle volte sono creditori deboli, tra i quali rientrano anche quelle piccole imprese che la norma vorrebbe sostenere[161]. Si pensi anche alla facoltatività dell'organo di controllo per le s.r.l. di minori dimensioni, che sono proprio quelle imprese per le quali è pensato il *crowdfunding*, cioè uno strumento il cui utilizzo dovrebbe, per tutelare gli investitori, presupporre la presenza di maggiori cautele nell'organizzazione societaria[162].

---

euro, nominalmente corrispondente a quella di 20 milioni del 1977, aveva un potere d'acquisto, nel 2010, pari al 13,02% di quello del 1977, «e [può] dunque essere mess[a] a disposizione da un numero di soggetti ben superiore a quello di allora» (così, G. ZANARONE, *La s.r.l. A vent'anni dalla riforma*, cit., 28).

[161] C. IBBA, *Il nuovo diritto societario*, cit., 1050. Nello stesso senso, critico nei confronti delle politiche che promettono di produrre stimoli all'economia a costo zero per lo Stato, M.S. SPOLIDORO, *Una società a responsabilità limitata da tre soldi*, cit., 1094, osserva che «nelle riforme "senza oneri per il bilancio dello Stato", è implicito che ai costi debbono pensare altri, per esempio (per le s.r.l.s.) i notai, ai quali si era richiesto (e si continua a chiedere) che prestino un servizio gratuito, per consentire a chi lo voglia di costituire una s.r.l.s. con un solo euro d'investimento. Oppure devono pensare i creditori della società, specie coloro che non possono proteggersi chiedendo adeguate garanzie su base contrattuale». Cfr. le considerazioni di analogo tenore in ID., *La s.r.l. semplificata e la s.r.l. a capitale ribassato*, in C. IBBA, G. MARASÀ (a cura di), *Le società a responsabilità limitata*, Milano, 2020, 141.

[162] Si pensi, ancora, ai metodi alternativi di trasferimento delle partecipazioni sociali, i quali potrebbero risultare incompatibili con le esigenze di certezza e legalità [posto che il documento sottoscritto con firma digitale e depositato da un dottore commercialista o da un ragioniere potrebbe godere di minore attendibilità rispetto a quello autenticato dal notaio, il quale è per legge obbligato a verificare l'identità delle parti, la loro volontà e capacità di agire, oltre alla conformità dell'atto all'ordinamento giuridico: G. MARASÀ, N. CIOCCA, *Il trasferimento delle partecipazioni*, in C. IBBA, G. MARASÀ (a cura di), *Le società a responsabilità limitata*, cit., 692; G. ZANARONE, *La s.r.l. A vent'anni dalla riforma*, cit., 244], nonché con quelle della trasparenza e della tutela degli interessi dei terzi [posto che il meccanismo di circolazione "intermediata" delle quote *ex* art. 100-*ter* Tuf (sui cui v. cap. III, par. 11.2.3) genera opacità sugli assetti proprietari reali e non consente agevolmente ai terzi di conoscere l'identità dei soci (N. DE LUCA, *Crowdfunding e quote «dematerializzate» di s.r.l.? Prime considerazioni*, in *Nuove leggi civili commentate*, 2016, I, 4; F. BRIOLINI, *Le vicende delle quote*, in G. SANTONI, F. BRIOLINI, G.M. BUTA, F. ACCETTELLA, *Le società a responsabilità limitata*, Torino, 2022, 120).

7. La finanziarizzazione della s.r.l. Gli interventi in materia di società innovative e PMI. Le deroghe al diritto societario codicistico.

Una prima fase del moto legislativo volto a "finanziarizzare" la s.r.l. era già stata avviata con la riforma del 2003, che ampliò le possibilità per la s.r.l. di raccogliere capitale di credito, grazie ai titoli di debito, e capitale di rischio, grazie ai conferimenti d'opera (preclusi invece alla s.p.a.)[163]. Gli interventi legislativi che si sono avvicendati in seguito alla crisi del 2008, poi, hanno intrapreso in maniera ancora più decisa la strada della finanziarizzazione della s.r.l., giungendo a scardinare alcuni capisaldi della sua disciplina mediante l'introduzione di rilevanti deroghe al diritto societario codicistico.

Il primo di questi interventi[164] è costituito dal d.l. 18 ottobre 2012 n. 179[165], i cui artt. 25 ss. hanno introdotto nell'ordinamento la figura della "*start-up* innovativa"[166],

[163] Sulla svolta in senso finanziario impressa dalla riforma del 2003 sia alla s.p.a. che alla s.r.l., v. G.C.M. RIVOLTA, *Brevi riflessioni sulla disciplina degli aspetti finanziari nel diritto dell'impresa e delle società*, in R. SACCHI (a cura di), *Studi in ricordo di Pier Giusto Jaeger*, Milano, 2011, 519 ss.

[164] Per una ricostruzione generale degli interventi che hanno inciso sulla s.r.l., in particolar modo su quelle che esercitano attività con carattere innovativo, v. M. SPIOTTA, *Dalle start up alle P.M.I. innovative: l'evoluzione del quadro normativo*, in O. CAGNASSO, A. MAMBRIANI (diretto da), *Start up e P.M.I. innovative*, Bologna, 2020, 1.

[165] Mediante il d.l. 18 ottobre 2012 n. 179 (c.d. Decreto crescita 2.0), si perseguiva l'obiettivo di rendere l'Italia una nuova "*start-up country*", cioè una nazione in grado di stimolare l'innovazione e lo sviluppo delle attività economiche, creando un sistema più competitivo e "invitante" per le imprese. Cfr. G. CUCCHIARATO, *L'equity crowdfunding dopo la Legge di Stabilità 2017*, in *dirittobancario.it*, dicembre 2016, 2 s.; A. PAVAN, *Il crowdfunding: cambia il tradizionale sistema del "fare impresa"*, Milano, 2018, 53 s.

[166] Il testo attuale dell'art. 25, comma 2, d.l. 179/2012 definisce la *start-up* innovativa come una «società di capitali, costituita anche in forma di cooperativa, le cui azioni o quote rappresentative del capitale sociale non sono quotate su un mercato regolamentato o su un sistema multilaterale di negoziazione». Essa, inoltre, deve possedere una serie di requisiti legati, tra l'altro, all'arco temporale trascorso dalla costituzione (non più di sessanta mesi), all'ammontare del valore della produzione annua (non più di 5 milioni di euro a partire dal secondo anno di attività), alla destinazione degli utili (non distribuibili finché permane lo *status* di *start-up* innovativa), all'oggetto sociale (che deve riguardare prodotti o servizi innovativi o ad alto valore tecnologico), alla spesa sostenuta annualmente in ricerca e sviluppo, al titolo di studio dei dipendenti o collaboratori impiegati a qualsiasi titolo nell'attività, nonché al possesso di un diritto di privativa industriale afferente all'oggetto sociale e all'attività d'impresa. La *start-up* innovativa non rappresenta un nuovo tipo societario, posto che la stessa definizione rimarca che essa deve pur sempre possedere la forma di società di capitali, anche quando si tratti di una società cooperativa; pertanto, la *start-up* innovativa costituisce uno *status* che può essere riconosciuto alle società che possiedono determinati requisiti (S. FORTUNATO, *La società a responsabilità limitata*, cit., 32). Sulle *start-up* innovative, negli anni immediatamente successivi alla loro introduzione nell'ordinamento, v. O. CAGNASSO, *Note in tema di s.r.l. start up innovative: un nuovo tipo societario a durata limitata?*, in V. DI CATALDO, V. MELI, R. PENNISI (a cura di), *Impresa e mercato. Studi dedicati a Mario Libertini*, Milano, 2015, 79 ss.; E. FREGONARA, *La start-up innovativa*, Milano, 2013; O. CAGNASSO, *Note in tema di start-up innovative, riduzione del capitale e stato di crisi (dalla "nuova" alla "nuovissima" Srl)*, in *Il nuovo diritto delle società*, 2014, 5, 9 ss.; P. BENAZZO, *La s.r.l. start-up innovativa*, in *Nuove leggi civili*

qualifica che può essere attribuita ad ogni società di capitali e dalla quale discende l'applicazione di una serie di benefici, tra cui una disciplina agevolativa in fase costituzione e di avvio, facilitazioni in materia giuslavoristica, deroghe al diritto fallimentare, nonché – come si è anticipato – rilevanti deroghe al diritto societario. In favore di queste società, infatti, è stata introdotta una disciplina (art. 26, comma 1, d.l. 179/2012) derogatoria delle regole normalmente applicabili in caso di perdite che abbiano inciso il capitale sociale per almeno un terzo del suo ammontare (artt. 2446 e 2482-*bis* c.c.), nonché di quelle applicabili quando le perdite abbiano ridotto il capitale sociale al di sotto del minimo legale (artt. 2447 e 2482-*ter* c.c.)[167]. Inoltre, l'art. 26 cit. ha riconosciuto all'autonomia statutaria delle *start-up* innovative in forma di s.r.l. la possibilità di: creare categorie di quote fornite di diritti diversi (comma 2); offrire le proprie quote sui portali di *crowdfunding* (comma 5); compiere operazioni sulle proprie partecipazioni, purché l'operazione sia compiuta in attuazione di piani di incentivazione che prevedano l'assegnazione di quote di partecipazione a dipendenti, collaboratori o componenti dell'organo amministrativo, prestatori di opera e servizi anche professionali (comma 6); emettere, dietro l'apporto da parte dei soci o di terzi anche di opera o servizi, strumenti finanziari forniti di diritti patrimoniali o anche di diritti

commentate, 2014, 1, 101 ss.; A. GUACCERO, *La "start-up" innovativa in forma di società a responsabilità limitata: raccolta del capitale di rischio ed "equity crowdfunding"*, in *Banca borsa titoli di credito*, 2014, 6, 699; M. CIAN, *Le start-up innovative a responsabilità limitata: partecipazioni, altri rapporti partecipativi e nuovi confini del tipo*, in *Nuove leggi civili commentate*, 2014, 6, 1178; M. COSSU, *Nuovi modelli di Srl nella legislazione italiana recente*, in *Banca borsa titoli di credito*, 2015, 4, I, 448; S. GUIZZARDI, *L'impresa start-up innovativa costituita in forma di s.r.l.*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2016, 4, I, 549 ss.; O. CAGNASSO, *Imprese innovative e nuove fonti di finanziamento – Start up e p.m.i. innovative: inquadramento*, in *Giurisprudenza italiana*, 2016, 10, 2285. Mentre, più di recente, anche in generale su tutte le società innovative, tra cui le PMI innovative, v. S. GUIZZARDI, *L'accesso al capitale di rischio delle società innovative a responsabilità limitata*, Milano, 2022; A. MAMBRIANI, *Società a responsabilità limitata semplificata start up innovativa e società a responsabilità limitata con capitale ridotto start up innovativa*, in O. CAGNASSO, A. MAMBRIANI (diretto da), *Start up e P.M.I. innovative*, Bologna, 2020, 167; E. COTTA RAMUSINO, *Start up innovative e sistema finanziario*, in O. CAGNASSO, A. MAMBRIANI (diretto da), *Start up e P.M.I. innovative*, cit., 995; E. FREGONARA, *La struttura finanziaria delle s.r.l. innovative e il loro finanziamento*, in *Giurisprudenza italiana*, 2021, 8-9, 2012; G. GARESIO, *La costituzione e il finanziamento di società innovative alla prova dei fatti*, in *Giurisprudenza italiana*, 2021, 8-9, 2279.

[167] In particolare, nel primo caso (quello di cui agli artt. 2446 e 2482-*bis* c.c.), il termine entro il quale la perdita deve risultare diminuita a meno di un terzo è posticipato al secondo esercizio successivo; mentre, nel secondo caso (quello di cui agli artt. 2447 e 2482-*ter* c.c.), l'assemblea convocata senza indugio dagli amministratori, in alternativa all'immediata riduzione del capitale e al contemporaneo aumento del medesimo a una cifra non inferiore al minimo legale, può deliberare di rinviare tali decisioni alla chiusura dell'esercizio successivo.

amministrativi, escluso il voto nelle decisioni dei soci (comma 7). In seguito, il medesimo regime derogatorio del diritto societario codicistico è stato esteso[168] alle "PMI innovative"[169], con l'intento di agevolare l'ingresso di capitali nelle realtà imprenditoriali di minori dimensioni, anche qualora non fossero più in fase di *start-up*. Poi, il d.l. 24 aprile 2017 n. 50 ha sancito, con l'art. 57, l'estensione a tutte le PMI di una parte della disciplina derogatoria del diritto societario originariamente dettata dall'art. 26 d.l. 179/2012 in favore delle sole *start-up* innovative (precisamente, i commi 2, 5 e 6 dell'art. 26 cit.). Di poco successivo è il d.l. 3 agosto 2017 n. 129, che ha modificato gli artt. 50-*quinquies* e 100-*ter* Tuf[170], in materia di *crowdfunding*, tra l'altro adeguandoli alle nuove previsioni che hanno esteso a tutte le s.r.l.-PMI la possibilità di accedere a questo strumento. Quindi, la legge di bilancio del 2019 (l. 30 dicembre 2018 n. 145), con l'art. 1, comma 236, ha previsto la possibilità di offrire sui portali di *crowdfunding* anche le obbligazioni e gli altri strumenti finanziari di debito emessi da PMI.

Dopo alcuni anni (2017-2022) in cui sembrava essersi raggiunta una certa stabilità nella disciplina delle misure volte a "finanziarizzare" la s.r.l. – misure tutte riservate alle PMI[171] – il quadro delle deroghe al diritto societario è stato nuovamente modificato dal

[168] Ad opera dell'art. 4, comma 9, d.l. 24 gennaio 2015 n. 3 (c.d. Decreto *investment compact*, recante "Misure urgenti per il sistema bancario e gli investimenti"), convertito in l. 24 marzo 2015 n. 33.

[169] In base all'art. 4, d.l. 3/2015, con l'espressione "PMI innovative" si intendono le imprese in forma di società di capitali, anche cooperative, che, oltre a rispettare i parametri "quantitativi" richiesti dalla disciplina europea per il riconoscimento della qualifica di PMI, presentano una serie di requisiti parzialmente simili, ma non interamente sovrapponibili, a quelli richiesti dall'art. 25 d.l. 179/2012 per le *start-up* innovative (rilevante differenza è che, per le PMI innovative, l'iscrizione nella sezione speciale del registro delle imprese richiede che il bilancio sia certificato da un revisore o da una società di revisione). In generale sulle PMI innovative, v., oltre alle opere già citate *supra* sulle *start-up* innovative, P. MONTALENTI, *Start up, PMI innovative e mercati finanziari: profili generali*, in *Nuovo diritto delle società*, 2022, 7, 1105; P.P. PIRANI, *Un'analisi empirica delle PMI innovative: much ado about nothing?*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2018, 6, I, 1012; E. DESANA, *PMI innovative*, cit.

[170] Gli artt. 50-*quinquies* e 100-*ter* Tuf erano stati originariamente inseriti nel Testo Unico da parte dell'art. 30 d.l. 179/2012 al fine di disciplinare i portali di *crowdfunding* per le *start-up* innovative, tipologia di imprese a cui, in principio, era esclusivamente riservata la facoltà di ricorrere a questo strumento di raccolta di capitali. In seguito, gli artt. 50-*quinquies* e 100-*ter* Tuf sono stati modificati diverse volte, per lo più nel senso di ampliare il novero delle imprese che potevano accedere al *crowdfunding*, di pari passo con le modifiche (descritte nel testo) che, nel frattempo, venivano apportate all'art. 26 d.l. 179/2012 per estendere le deroghe al diritto societario ivi previste, prima, alle PMI innovative e, poi, a tutte le PMI.

[171] Sì da trasmettere chiaramente l'idea che tali misure siano tutte ispirate dalla medesima *ratio* di facilitare alle PMI la raccolta di capitali. Tale circostanza ha portato a ipotizzare la nascita di uno "statuto" dedicato alla PMI, intesa come categoria trasversale ai tipi societari: F. BRIZZI, *S.r.l. PMI e*

d.lgs. 30/2023 che, nel dare attuazione al Regolamento UE 2020/1503 in materia di *crowdfunding*, ha riscritto l'art. 100-*ter* Tuf, estendendo la possibilità di compiere offerte sui portali di *crowdfunding* a tutte le s.r.l., a prescindere dalle dimensioni dell'impresa[172].

Attualmente, il quadro delle deroghe alla disciplina codicistica della s.r.l. si presenta in questo modo:

a) l'atto costitutivo della s.r.l.-PMI può creare categorie di quote fornite di diritti diversi e, nei limiti imposti dalla legge, può liberamente determinare il contenuto delle varie categorie anche in deroga a quanto previsto dall'articolo 2468, comma 2 e 3, c.c. Inoltre, in deroga all'art. 2479, comma 5, c.c., l'atto costitutivo può creare categorie di quote che non attribuiscono diritti di voto o che attribuiscono al socio diritti di voto in misura non proporzionale alla partecipazione da questi detenuta, ovvero diritti di voto limitati a particolari argomenti o subordinati al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative;

b) in deroga a quanto previsto dall'articolo 2468, comma 1, c.c., le quote di partecipazione delle s.r.l. (tutte, non più solo le PMI) possono costituire oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari, anche attraverso i portali di *crowdfunding*;

c) il divieto di operazioni sulle proprie partecipazioni stabilito dall'articolo 2474 c.c. non trova applicazione qualora l'operazione sia compiuta da una s.r.l.-PMI in attuazione di piani di incentivazione che prevedano l'assegnazione di quote di partecipazione a dipendenti, collaboratori o componenti dell'organo amministrativo, prestatori di opera e servizi anche professionali.

Inoltre, la "finanziarizzazione" della s.r.l. ha inciso anche sulle modalità di trasferimento delle quote di partecipazione, mediante la previsione di due regimi di circolazione "alternativi" rispetto a quello disciplinato dal Codice civile (art. 2470): uno (art. 100-*ter*, commi 2 ss., Tuf), riservato alle s.r.l. (tutte, non più solo PMI, in seguito all'intervento del d.lgs. 30/2023) le cui quote siano state offerte sui portali di *crowdfunding*, avviene tramite annotazione dell'atto di trasferimento nei registri privati

offerta al pubblico, cit., 21; G. ZANARONE, *La s.r.l. A vent'anni dalla riforma*, cit., 49 s. Sul tema si tornerà nel cap. II, par. 7.2.

[172] La nuova disciplina dettata dal Regolamento UE 2020/1503 e dal d.lgs. 30/2023 sarà oggetto di maggiore approfondimento nel cap. II, par. 6.

di intermediari abilitati i quali hanno sottoscritto le quote in nome proprio e per conto degli investitori aderenti all'offerta; l'altro (art. 26, commi 2-*bis*, 2-*ter*, 2-*quater*, d.l. 179/2012[173]), riservato alle s.r.l.-PMI che abbiano creato quote standardizzate, consente che tale tipologia di quote esista in forma scritturale, ai sensi di quanto previsto dall'art. 83-*bis* Tuf[174].

Continuano ad applicarsi solo alle *start-up* e PMI innovative (quindi non a tutte le s.r.l. che abbiano qualifica di PMI) le disposizioni che consentono di derogare al regime normativo in materia di perdite del capitale sociale[175] e di emettere strumenti finanziari partecipativi[176].

---

[173] I commi 2-*bis*, 2-*ter*, 2-*quater* sono stati recentemente introdotti nell'art. 26 d.l. 179/2012 ad opera dell'art. 3 della l. 5 marzo 2024, n. 21 (c.d. Legge Capitali).

[174] Sui regimi alternativi di circolazione, qui solo accennati al fine di fornire un quadro degli interventi volti a "finanziarizzare" la s.r.l., v. cap. II, par. 6; cap. III, par. 11.2.3 e par. 12.

[175] P.P. PIRANI, *Un'analisi empirica delle PMI innovative*, cit., 1017; A. DENTAMARO, *Apertura della s.r.l. PMI tra divieto di rappresentazione delle quote ex art. 2468, comma 1, c.c. e tutela dell'investitore*, in M. IRRERA (a cura di), *La società a responsabilità limitata*, cit., 162.

[176] La mancata estensione a tutte le s.r.l.-PMI della norma che consente l'emissione di strumenti finanziari partecipativi ha dato adito a un vivace dibattito in dottrina. La questione è scaturita dal fatto che l'art. 57, comma 1, d.l. 50/2017 ha modificato espressamente i commi 2, 5, 6 (e indirettamente il comma 3, perché fa riferimento al comma 2) dell'art. 26 d.l. 179/2012, sostituendo in essi l'espressione «*start-up* innovativa» con quella di «PMI», senza però apportare alcuna modifica al comma 7 del medesimo articolo, che quindi continua a consentire l'emissione di strumenti finanziari partecipativi alle sole *start-up* innovative (oltre che alle PMI innovative, grazie al fatto che l'art. 4, comma 9, d.l. 3/2015 ha esteso a queste ultime l'applicabilità di tutto l'art. 26 cit.). Il fatto che il comma 7 dell'art. 26 cit. non faccia espresso riferimento alle PMI esclude, secondo l'opinione maggioritaria, la possibilità di estendere l'ambito applicativo di questa norma a tutte le s.r.l.-PMI. Questa opinione era stata sostenuta nonostante la vecchia formulazione dell'art. 100-*ter* Tuf consentisse alle s.r.l.-PMI di offrire sui portali *online* «strumenti finanziari» (formula che avrebbero potuto ricomprendere anche quelli partecipativi): si riteneva, infatti, che «l'omesso rinvio al comma 7 dell'art. 26, in una norma che contiene richiami specifici a commi non pare poter essere attribuita ad un semplice refuso del legislatore, ma è indice di una sua presa di posizione» [così, O. CAGNASSO, *La s.r.l. piccola e media impresa (P.M.I.)*, in C. IBBA, G. MARASÀ (a cura di), *Le società a responsabilità limitata*, cit., 125 s.]. Pertanto, l'opinione descritta appare valida a maggior ragione oggi che il d.lgs. 30/2023 ha modificato l'art. 100-*ter* Tuf eliminando in esso l'ambigua espressione «strumenti finanziari». Nel senso che l'emissione di SFP non è consentita a tutte le s.r.l.-PMI: P. BENAZZO, *Categorie di quote, diritti di voto e governance della "nuovissima" s.r.l.: quale ruolo e quale spazio per la disciplina azionaria nella s.r.l.-PMI aperta?*, in *Rivista delle società*, 2018, 5-6, 1452; M. NOTARI, *Analisi de iure condendo delle varianti organizzative delle s.r.l. (start up innovative, PMI innovative e PMI): problemi aperti e prospettive evolutive*, in *Osservatorio del diritto civile e commerciale*, 2019, 2, 258; A.R. ADIUTORI, *Strumenti finanziari nelle start up e P.M.I. innovative*, in O. CAGNASSO, A. MAMBRIANI (diretto da), *Start up e P.M.I. innovative*, cit., 802, che ritiene l'argomento lessicale un «ostacolo insormontabile». In senso contrario: A. BUSI, *Le modifiche statutarie per la gestione del crowdfunding nelle srl PMI*, in *Società e contratti, bilancio e revisione*, 2018, 2, 9, che parla di un «mero refuso di nessun rilievo operativo»; P. AGSTNER, A. CAPIZZI, P. GIUDICI, *Business Angels, Venture Capital e la nuova s.r.l.*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, 2020, 2, 404, che parlano di un «difetto di coordinamento». Per un'ampia trattazione del tema, si rinvia a: A.R. ADIUTORI, *Strumenti finanziari*, cit.; E. FREGONARA, *Strumenti finanziari partecipativi, imprese innovative e PMI s.r.l.: questioni aperte*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, 2021, 1, 219, ove l'affermazione (a pag. 252)

8. L'irrigidimento della disciplina organizzativa della s.r.l. determinato dal Codice della crisi.

Gli interventi normativi descritti nel precedente paragrafo producono effetti potenzialmente dirompenti sulla disciplina della s.r.l., scardinando alcuni dei suoi tradizionali capisaldi. Molti commentatori hanno constatato ora l'avvicinamento della s.r.l. alla s.p.a.[177] – in netta controtendenza rispetto ai propositi perseguiti dal legislatore con la riforma del 2003, che intendeva rendere autonoma la disciplina dei due tipi societari – ora l'avanzamento, se non l'estremizzazione, di quel processo di "destrutturazione" della disciplina della società a responsabilità limitata che era già iniziato con la riforma[178]. Quanto al primo aspetto, determinerebbero la riduzione della distanza tra i due tipi societari la possibilità di creare categorie di quote, anche standardizzate, quella di sollecitare un pubblico indistinto all'investimento, nonché quella di acquistare quote proprie da parte della società. Quanto al secondo aspetto, sono proprio queste nuove possibilità che si schiudono per la s.r.l. a comportare un drastico turbamento delle caratteristiche ritenute qualificanti il tipo societario, portandolo ad una quasi assoluta elasticità[179].

Tuttavia, più di recente, nell'ambito della riforma del diritto concorsuale attuata con il Codice della crisi (d.lgs. 12 gennaio 2019 n. 14), il legislatore è intervenuto nuovamente in materia di società a responsabilità limitata, stavolta incidendo

---

che «non esiste una motivazione razionale per sostenere che vi sia un nesso indissolubile e biunivoco tra emissione di strumenti finanziari partecipativi e innovatività; si tratta di un'altra occasione di finanziamento per l'impresa con l'ulteriore vantaggio […] di non interferire sugli assetti proprietari della società». D'altro canto, secondo l'Autrice, «è paradossale […] che una s.r.l. PMI non innovativa, ma "*ex-start up* innovativa", possa presentare, nella sua struttura finanziaria, anche strumenti finanziari partecipativi, pur non potendo emetterne di nuovi, mentre tale possibilità non è concessa alle s.r.l. PMI non innovative "ordinarie"».

[177] Cfr. M. STELLA RICHTER jr, *La società a responsabilità limitata dalle codificazioni dell'Ottocento*, cit., 674, che discorre di una nuova «deriva» della s.r.l. verso la «piccola società per azioni con azioni chiamate quote».

[178] P. MONTALENTI, *Il diritto societario dai "tipi" ai "modelli"*, cit., 426.

[179] In uno dei più citati contributi sull'argomento, la s.r.l. viene definita come un tipo societario «senza qualità» (O. CAGNASSO, *La s.r.l.: un tipo societario "senza qualità"?*, in *Nuovo diritto delle società*, 2013, 5, 7; nonché ID., *La s.r.l.: un tipo societario "senza qualità"?*, in *Nuovo diritto delle società*, 2019, 8, 1249), che può dare adito a un eventuale «moltiplicarsi di modelli variamente configurabili che in ogni caso si richiamino al tipo s.r.l.». In risposta all'opera citata, v. G. ZANARONE, *La società a responsabilità limitata. Un modello "senza qualità"? (un ideale dialogo con Oreste Cagnasso)*, cit., 5; M. CAMPOBASSO, *La società a responsabilità limitata. Un modello "senza qualità"?*, in M. IRRERA (a cura di), *La società a responsabilità limitata*, cit., 19.

direttamente sulla sua disciplina codicistica e introducendo norme che sembrano ispirate da una logica diversa rispetto a quelle che avevano guidato le misure adottate nel decennio precedente. È stata infatti irrigidita la disciplina organizzativa della s.r.l., determinandone, sul profilo della *governance*, un riavvicinamento alla s.p.a.[180] Si è parlato, in dottrina, di una "ristrutturazione", seppur parziale, del tipo s.r.l., che sembrava essere uscito dal precedente periodo di riforma quasi completamente "destrutturato"[181]. Tra le nuove misure, la cui configurazione attuale è il frutto anche di interventi successivi all'adozione del Codice della crisi, attuati mediante decreti correttivi dello stesso, quelle che più interessano ai fini del presente lavoro riguardano il sistema dei controlli e l'amministrazione della società.

Per quanto concerne l'amministrazione, l'art. 2475, comma 1, primo periodo, c.c. dispone ora che «l'istituzione degli assetti di cui all'articolo 2086, secondo comma, spetta esclusivamente agli amministratori»[182], così estendendo in maniera esplicita alla

[180] M. COSSU, *La società a responsabilità limitata nella riforma del diritto concorsuale*, in M. IRRERA (a cura di), *La società a responsabilità limitata*, cit., 545 ss.

[181] G. ZANARONE, *La s.r.l. A vent'anni dalla riforma*, cit., 30 e 613 ss. Dunque, se le riforme destinate a "finanziarizzare" la s.r.l. hanno prodotto l'effetto di avvicinare questo tipo societario alla s.p.a., destrutturandolo ed esaltandone la flessibilità, invece, con le novità introdotte dal Codice della crisi è stato raggiunto lo stesso obiettivo di avvicinare la s.r.l. alla s.p.a., ma seguendo la via opposta, ovvero irrigidendo la disciplina della s.r.l.

[182] La formulazione attuale è il frutto dell'intervento del decreto correttivo (d.lgs. 26 ottobre 2020 n. 147), che ha modificato il comma 1, primo periodo, dell'art. 2475 c.c., dopo che era già stato modificato, poco prima, dal Codice della crisi (con l'art. 377). La formulazione originariamente introdotta dal Codice della crisi così dettava: «La gestione dell'impresa si svolge nel rispetto della disposizione di cui all'articolo 2086, secondo comma, e spetta esclusivamente agli amministratori, i quali compiono le operazioni necessarie per l'attuazione dell'oggetto sociale». Tale formulazione, durante il suo breve periodo di vigenza, era stata ampiamente criticata, in quanto inadatta alla struttura flessibile della s.r.l. In particolare, la previsione secondo cui la gestione dell'impresa spetta *esclusivamente* agli amministratori sembrava collidere con varie norme dettate per la s.r.l., tra cui: l'art. 2479, comma 1, c.c., che prevede la possibilità che i soci adottino decisioni gestionali; l'art. 2468, comma 3, c.c., che permette di attribuire ai singoli soci particolari diritti riguardanti l'amministrazione; l'art. 2476, comma 7, c.c., che dispone la responsabilità solidale con gli amministratori dei soci che abbiano intenzionalmente deciso o autorizzato il compimento di atti dannosi per la società, i soci o i terzi; l'art. 37, d.lgs. 17 gennaio 2003 n. 5, che legittima l'introduzione nello statuto delle s.r.l. (e delle società di persone) di clausole con cui si deferisce a un terzo la decisione circa operazioni gestionali su cui è sorto un contrasto tra coloro che hanno il potere di amministrazione (N. ABRIANI, A. ROSSI, *Nuova disciplina della crisi d'impresa e modificazioni del codice civile: prime letture*, in *Società*, 2019, 4, 399; R. GUIDOTTI, *La governance delle società nel codice della crisi d'impresa*, in *Ilcaso.it*, 9 marzo 2019, 4). In altri termini, prima che venisse adottato il decreto correttivo, la formulazione in base alla quale la gestione dell'impresa spettava *esclusivamente* agli amministratori, estromettendo del tutto i soci dall'amministrazione della società, appariva come una delle «novità più dirompenti nel sistema dei tipi societari» introdotte dal Codice della crisi, poiché la distinzione tra s.p.a. e s.r.l. si era sempre basata sulla concentrazione della gestione in capo ad un organo *ad hoc*, per quanto riguarda la s.p.a., e sulla possibilità di coinvolgere i soci nella gestione, per quanto riguarda la s.r.l. (così, G. ZANARONE, *La s.r.l. A vent'anni dalla riforma*, cit., 659 s.). Pertanto, parte della

s.r.l. l'obbligo gestorio di istituire un assetto organizzativo, amministrativo e contabile adeguato alla natura e alle dimensioni dell'impresa, anche in funzione della rilevazione tempestiva della crisi e della perdita della continuità aziendale[183]. Sembrerebbe

dottrina elaborò un'interpretazione dell'art. 2475, comma 1, c.c. tale da poter ovviare all'aporia generata dall'avverbio «esclusivamente»: l'ipotesi, poi accolta dal legislatore nel decreto correttivo, era di intendere la «gestione» come riferita solo ai poteri attinenti all'organizzazione dell'impresa, cioè alla predisposizione degli assetti adeguati richiesta dall'art. 2086 c.c. In tal modo, distinguendo il piano dell'*attività* di organizzazione interna dell'impresa (gestione organizzativa) dal piano degli *atti* di gestione (gestione operativa), la nuova norma sarebbe risultata conciliabile con il contesto sistematico in cui veniva ad inscriversi (N. ABRIANI, A. ROSSI, *Nuova disciplina della crisi d'impresa*, cit., 400 ss., e, nello stesso senso, N. ATLANTE, M. MALTONI, A. RUOTOLO, *Il nuovo art. 2475 c.c. Prima lettura*. Studio n. 58-2019/I del Consiglio Nazionale del Notariato, in *Studi e materiali*, 2019, 1-2, 33 ss.; G.A.M. TRIMARCHI, *Codice della crisi: riflessioni sulle prime norme*, in *Notariato*, 2019, 2, 119 s.; S. AMBROSINI, *L'adeguatezza degli assetti organizzativi, amministrativi e contabili e il rapporto con le misure di allerta nel quadro normativo riformato*, in *www.ilcaso.it*, 15 ottobre 2019, 11 s.; S. FORTUNATO, *Codice della crisi e Codice civile: impresa, assetti organizzativi e responsabilità*, in *Rivista delle società*, 2019, 5/6, 967 ss.; nello stesso senso, già prima che venisse emanato il Codice della crisi, O. CAGNASSO, *Diritto societario e mercati finanziari*, in *Nuovo diritto delle società*, 2018, 5, 851 s.; invece, in senso contrario, L. CALVOSA, *Gestione dell'impresa e della società alla luce dei nuovi artt. 2086 e 2475 c.c.*, in *Società*, 2019, 7, 800).

[183] L'estensione alla s.r.l. dell'obbligo di istituire assetti adeguati, che era già previsto per la s.p.a. dall'art. 2381 c.c., potrebbe sollevare dubbi legati al fatto che la prima non sembra adatta ad accogliere le articolate strutture organizzative della seconda. Tuttavia, già prima della riforma, parte della dottrina riteneva sussistente l'obbligo di istituire assetti adeguati anche per le s.r.l. (v. O. CAGNASSO, *Il diritto societario della crisi fra passato e futuro*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2017, 1, I, 40 ss., secondo il quale «si tratta […] di una regola non correlata ai caratteri tipologici dell'uno o dell'altro tipo societario, ma alla *governance* di una società caratterizzata dal regime di responsabilità limitata»; ID., *Gli assetti adeguati nelle società a responsabilità limitata*, in *Nuovo diritto delle società*, 2017, 2, 15 s.; R. SACCHI, *Sull'amministrazione nella s.r.l. dopo il codice della crisi*, in M. IRRERA (a cura di), *La società a responsabilità limitata*, cit., 685; V. BUONOCORE, *Adeguatezza, precauzione, gestione, responsabilità: chiose sull'art. 2381, commi terzo e quinto, del codice civile*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2006, 1, 19). Pertanto, secondo O. CAGNASSO, *Il diritto societario della crisi*, cit., 54, la riforma del Codice della crisi si sarebbe posta in discontinuità con quella del 2003, ma in linea di continuità con l'interpretazione e l'applicazione delle regole della *governance* della s.r.l. già largamente condivisa in dottrina e giurisprudenza. D'altro canto, anche guardando alla disciplina della s.p.a., la portata innovativa dell'art. 2086, comma 2, c.c. si rivela piuttosto limitata, poiché, già prima del Codice della crisi, era opinione largamente condivisa (e*x multis*, V. CALANDRA BUONAURA, *L'amministrazione delle società per azioni nel sistema tradizionale*, Torino, 2019, 306) che gli amministratori, nell'istituzione degli assetti adeguati, dovessero anche dotarsi di strumenti per la rilevazione tempestiva della crisi. Numerosi sono gli "appigli" normativi di questa interpretazione. In via generale, anche dal solo parametro della diligenza «richiesta dalla natura dell'incarico» (art. 2392 c.c.) si può desumere il dovere di conoscere tutti i fattori e le circostanze che influiscono sulla conduzione dell'impresa, tra cui, inevitabilmente, le eventuali "anomalie" (A.M. LUCIANO, *La gestione della s.p.a. nella crisi pre-concorsuale*, Milano, 2016, 81 s.). Ma gli articoli che maggiormente rilevano al fine di ricostruire il dovere in argomento sono quelli attinenti alla *cura*, alla *valutazione* e alla *vigilanza* sull'adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile (artt. 2381, commi 3 e 5, e 2403 c.c.). Il rispetto di questi doveri implica necessariamente, in virtù del dovere di diligente gestione, la predisposizione di assetti idonei alla percezione della crisi (*ex multis*, R. RORDORF, *Doveri e responsabilità degli amministratori di società di capitali in crisi*, in *Società*, 2013, 6, 671, secondo il quale tale dovere è desumibile altresì dagli artt. 2446 e 2447 c.c., poiché l'obbligo di convocare «senza indugio» l'assemblea presuppone necessariamente che l'amministratore sia in grado di rilevare le perdite di capitale e, benché i due citati articoli operino solo sul piano patrimoniale, «è agevole intendere come analoghi doveri di diligente monitoraggio e tempestiva

significativo che la disposizione ora riportata non rinvii *tout court* all'art. 2086, comma 2, c.c.: il rinvio è solo alla parte che prevede l'obbligo di istituire assetti adeguati all'impresa, anche in funzione della rilevazione della crisi, e non a quella che prevede il consequenziale obbligo 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»[184]. Ad ogni modo, questo secondo obbligo opera senz'altro anche nelle s.r.l. per effetto dello stesso art. 2086, comma 2, c.c., poiché esso impone i due obblighi – l'istituzione di assetti adeguati e la tempestiva attivazione degli strumenti per la soluzione della crisi – all'«imprenditore che operi in forma societaria o collettiva», dicitura nella quale rientra indubitabilmente anche la s.r.l. La particolarità sarebbe quindi che, nella s.r.l., a differenza di quanto avviene nella s.p.a., la decisione circa l'attivazione degli strumenti per il superamento della crisi sarebbe sottratta alla competenza esclusiva degli amministratori, potendo essere di competenza anche dei soci, ai sensi dell'art. 2479, comma 1, c.c., posto che l'esclusività in capo agli amministratori è limitata all'istituzione degli assetti adeguati[185].

---

informazione gravino sull'amministratore con riferimento a situazioni di squilibrio economico e finanziario»). D'altronde, il dovere di predisporre assetti adeguati rientrerebbe anche nei *principi di corretta gestione* sul cui rispetto l'organo di controllo deve vigilare (art. 2403 c.c.). Inoltre, seppur in ambiti specifici, diverse norme prevedono l'obbligo di verificare la compatibilità di determinate scelte gestionali con la continuità aziendale e l'equilibrio economico-finanziario, elaborando un apposito piano o una relazione (a titolo esemplificativo: artt. 2501-*bis*, comma 3; 2447-*ter*, comma 1, lett. c); 2447-*decies*, comma 2, lett. b); 2433-*bis*, comma 4, c.c.): anche da queste ipotesi è possibile ricostruire un dovere generale di monitoraggio della situazione finanziaria, oltre che economica e patrimoniale (R. SACCHI, *La responsabilità gestionale nella crisi dell'impresa societaria,* in *Giurisprudenza commerciale*, 2014, 2, I, 305 ss.; F. BRIZZI, *Doveri degli amministratori*, cit., 205 ss.). Infine, anche a prescindere da queste ipotesi particolari, l'ordinamento offre varie norme in cui si impone agli amministratori un obbligo di monitoraggio, anche finanziario, sull'andamento dell'impresa e sulla continuità aziendale: si pensi all'art. 2423-*bis* c.c., in base al quale la valutazione delle voci nel bilancio deve essere svolta nella prospettiva della *continuità aziendale*; all'art. 2428 c.c., che, nel disciplinare la *relazione sulla gestione*, richiede che essa contenga un'analisi della «situazione della società e dell'andamento e del risultato della gestione», oltre che una descrizione della «evoluzione prevedibile della gestione» (n. 6) e l'esposizione dei rischi legati all'uso di strumenti finanziari da parte della società (n. 6-*bis*) (F. BRIZZI, *Doveri degli amministratori*, cit., 205).

[184] Ad ogni modo, anche se limitata alla predisposizione degli assetti adeguati, la nuova competenza esclusiva in capo agli amministratori produce indirettamente l'effetto di: *1)* confermare ulteriormente, qualora ve ne fosse stato bisogno, quella ricostruzione dottrinale che ritiene l'istituzione di un organo amministrativo imprescindibile nella s.r.l.; *2)* integrare l'elenco delle materie di competenza esclusiva degli amministratori, di cui all'art. 2475, comma 5, c.c. (M. SPIOTTA, *Ricadute del codice della crisi sulla governance delle s.r.l. (e non solo)*, in M. IRRERA (a cura di), *La società a responsabilità limitata*, cit., 697).

[185] G. ZANARONE, *La s.r.l. A vent'anni dalla riforma*, cit., 671 *sub* nota 99, e 686 ss. Tuttavia, come nota l'Autore citato, a favore della competenza esclusiva in capo ai gestori anche dell'obbligo di attivare

Inoltre, con il nuovo comma 6 dell'art. 2475 c.c., è stata prevista l'applicazione anche alla s.r.l., in quanto compatibile, dell'art. 2381 c.c., che nelle s.p.a. disciplina l'organizzazione dell'organo amministrativo e la divisione delle competenze all'interno dello stesso[186]; mentre, con il nuovo comma 6 dell'art. 2476 c.c., è stata riprodotta anche nella s.r.l. la disciplina della responsabilità degli amministratori nei confronti dei creditori sociali, già prevista dall'art. 2394 c.c. per la s.p.a., ponendo fine così alle incertezze relative alla possibilità di estendere l'applicabilità di tale articolo anche alla s.r.l.[187]

---

gli strumenti per fronteggiare la crisi militano ora alcune modifiche introdotte nel Codice della crisi dal d.lgs. 17 giugno 2022 n. 83 (attuativo della dir. 2019/1023/UE): in particolare, il nuovo art. 40 del Codice stabilisce che, per le società, la domanda di accesso ad uno strumento di regolazione della crisi e dell'insolvenza è approvata e sottoscritta a norma dell'art. 120-*bis* (anch'esso inserito nel Codice della crisi dal d.lgs. 83/2022, con il suo art. 25), in base al quale l'accesso a uno strumento di regolazione della crisi e dell'insolvenza è deciso, «in via esclusiva», dagli amministratori, così – secondo l'Autore – sancendo implicitamente l'inammissibilità di una clausola statutaria attributiva della suddetta competenza ai soci. Ritiene in ogni caso, anche a prescindere da questi ultimi interventi attuati dal d.lgs. 83/2022, che la competenza ad attivare gli strumenti di regolazione della crisi e dell'insolvenza spetti agli amministratori, O. CAGNASSO, *L'obbligo di attivazione in caso di crisi o perdita della continuità aziendale*, in C. COSTA, A. MIRONE, R. PENNISI, P.M. SANFILIPPO, R. VIGO (a cura di), *Studi di diritto commerciale per Vincenzo Di Cataldo*, Torino, 2021, vol. II, tomo I, 111 ss.

[186] Il richiamo all'art. 2381 c.c. consente di escludere qualsiasi dubbio sulla possibilità di creare organi delegati all'interno dell'organo amministrativo (M. SPIOTTA, *Ricadute del codice della crisi*, cit., 695); possibilità che, comunque, era già ammessa dalla dottrina anche in assenza di richiamo esplicito (S. FORTUNATO, *La società a responsabilità limitata*, cit., 210; ID., *Codice della crisi e Codice civile*, cit., 971). Peraltro, il richiamo alimenta la questione relativa alla possibilità di applicare alla s.r.l., in via analogica, le norme che disciplinano il consiglio di amministrazione nella s.p.a., tra cui quelle sull'invalidità delle delibere consiliari (art. 2388 c.c.), sembrando fornire una soluzione decisiva in senso affermativo (G. PRESTI, *Il legislatore Humpty Dumpty*, in M. IRRERA (a cura di), *La società a responsabilità limitata*, cit., 882; in giurisprudenza, di recente: Trib. Milano, 20 maggio 2022, in www.*dirittoeconomiaimpresa.it*, pubblicazione del 30 agosto 2022; Trib. Venezia, 1 dicembre 2019, n. 234, in *www.osservatoriodirittoimpresa.it*; pronunciate sulla scia di Cass. civ., ord. 10 maggio 2011, n. 10188, in *Foro it.*, Rep. 2014, voce *Associazione non riconosciuta*, n. 5, secondo la quale l'art. 2388 detta «un principio di ordine generale, destinato ad operare anche con riguardo alle associazioni non riconosciute»; invece, *contra*: Trib. Genova, 2 maggio 2013, in *www.giurisprudenzadelleimprese.it*).

[187] Prima del Codice della crisi, la dottrina si è frequentemente espressa sulla possibilità di estendere l'art. 2394 c.c. alla s.r.l., nonostante la riforma del 2003 non avesse riprodotto tale norma, né rinviato ad essa, all'interno della disciplina di questo tipo societario: v., tra gli altri, M. FABIANI, *L'azione di responsabilità dei creditori sociali e le altre azioni sostitutive*, Milano, 2015, 63 ss.; F. BRIZZI, *Doveri degli amministratori*, cit., 175 ss.; M. MOZZARELLI, *Responsabilità degli amministratori e tutela dei creditori nella s.r.l.*, Torino, 2007, 180 ss.; G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, cit., 1099; C. ANGELICI, *Sulle lacune nel diritto delle società*, in *Società*, 2015, 11, 1256; nonché, dopo l'intervento del Codice della crisi, M. FABIANI, *L'azione dei creditori sociali nella s.r.l. dopo il codice della crisi*, in M. IRRERA (a cura di), *Le società a responsabilità limitata*, cit., 801; A. BARTALENA, *Le azioni di responsabilità nel codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza*, in *Fallimento*, 2019, 3, 298; G. SCOGNAMIGLIO, *La responsabilità gestoria: le azioni*, in C. IBBA, G. MARASÀ (a cura di), *Le società a responsabilità limitata*, cit., 1954 ss. In giurisprudenza: Cass. civ., 20 settembre 2019, n. 23452, in *Società*, 2019, 12, 1432; Trib. Frosinone, 3 marzo 2022, n. 223, in banca dati *www.onelegale.wolterskluwer.it*; Trib. Milano, 4 luglio 2019, in *Società*, 2020, 3, 367; Trib. Milano, 10

Per quanto attiene alla materia dei controlli, la riforma concorsuale ha inciso l'art. 2477 c.c. con due rilevanti interventi: *i)* vi ha introdotto un nuovo comma 7, che estende alla s.r.l. il controllo giudiziario già previsto dall'art. 2409 c.c. per le s.p.a.[188]; *ii)* ha modificato le condizioni che determinano l'insorgere dell'obbligo di nomina dell'organo di controllo (art. 2477, comma 2, c.c.)[189]. In particolare, abbassando le soglie dimensionali oltre le quali scatta tale obbligo, è stato di fatto ampliato il numero di s.r.l. tenute a dotarsi di un organo di controllo interno. La norma è comunque stata oggetto di ripensamenti che, mediante interventi legislativi di poco successivi all'adozione del Codice della crisi (cioè con il d.l. 18 aprile 2019 n. 32), ne hanno smussato il rigore, elevando di nuovo le suddette soglie, seppur non al livello a cui si

---

novembre 2017, in *Società*, 2018, 4, 427; Trib. Torino, 23 luglio 2017, in *www.giurisprudenzadelleimprese.it*; Trib. Roma, 12 dicembre 2016, n. 23021, in banca dati *www.onelegale.wolterskluwer.it*; Trib. Milano, 18 febbraio 2013, n. 2300, in *Società*, 2013, 5, 600; tuttavia, *contra*: Trib. Verona, 3 agosto 2012, in *Fallimento*, 2013, 3, 344, con nota di L. ABETE, *Il ceto creditorio e la dimensione istituzionale della S.r.l.: riflessi sull'azione dei creditori sociali e sulla legittimazione del curatore*; Trib. Napoli, 11 novembre 2004, in *Società*, 2005, 8, 1007, con nota di M. CRISTIANO.

[188] Prima del Codice della crisi, sulla possibilità di sottoporre anche la s.r.l. al controllo giudiziario di cui all'art. 2409 c.c., nonostante la riforma del 2003 sembrasse averlo riservato esclusivamente alla s.p.a., la produzione scientifica è copiosa: v., tra gli altri, P. BENAZZO, *I controlli nelle società a responsabilità limitata: singolarità del tipo od omogeneità della funzione?*, in *Rivista delle società*, 2010, 1, 39; G.C.M. RIVOLTA, *Profili della nuova disciplina della società a responsabilità limitata*, in *Banca borsa titoli di credito*, 2003, 691; O. CAGNASSO, *Denunzia al Tribunale e s.r.l.: la convivenza è ancora possibile, anzi auspicabile***,** in *Giurisprudenza italiana*, 2010, 7, 1627 ss.; nonché, dopo l'introduzione del Codice della crisi, S. VANONI, *Il controllo giudiziario sulla gestione delle s.r.l. alla luce del d.lgs. 14/2019*, in M. IRRERA (a cura di), *La società a responsabilità limitata*, cit., 897; A. PRINCIPE, *Art. 2409 c.c. e s.r.l.: un necessario reinserimento*, in M. IRRERA (a cura di), *La società a responsabilità limitata*, cit., 891; S. MASTURZI, *Tanto tuonò che piovve: la reintroduzione del controllo giudiziario nella s.r.l.*, in *Nuovo Diritto delle Società*, 2019, 6, 845. In giurisprudenza: Cass. pen., 11 maggio 2018, n. 44107, in *Diritto penale contemporaneo*, 2019, 3, 181, con nota di L. CARRARO, *Il concorso omissivo dei sindaci nei fatti di bancarotta commessi dagli amministratori*; Trib. Milano, 12 aprile 2018, in *Società*, 2018, 8-9, 1007, con nota di L.F. PAOLUCCI, *Ancora sull'applicabilità dell'art. 2409 c.c. alle società a responsabilità limitata*; Trib. Bologna, 4 febbraio 2015, in *Società*, 2015, 5, 636; Trib. Milano, 26 marzo 2010, in *Società*, 2010, 7, 820, con nota di L. DE ANGELIS, *Ammissibilità del controllo giudiziario su richiesta dei sindaci nelle s.r.l.*; tuttavia, *contra*: Trib. Ascoli Piceno, 1° marzo 2013, in *Società*, 2013, 12, 1347, con nota di F. PLATANIA, *I mezzi di tutela per le irregolarità amministrative delle s.r.l.*

[189] Sugli effetti che il Codice della crisi ha prodotto in materia di controlli nelle s.r.l., v., *ex multis*, N. ABRIANI, *Il sistema dei controlli nella s.r.l. tra modifiche del codice civile e codice della crisi: un rebus aperto?*, in M. IRRERA (a cura di), *La società a responsabilità limitata*, cit., 865; F. INNOCENTI, *Composizione e nuovi poteri/doveri dell'organo di controllo e del revisore nelle s.r.l., tra vecchi e nuovi interrogativi*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2021, 1, I, 145; P. BENAZZO, *Il controllo nelle società di capitali tra diritto 'comune' e codice della crisi d'impresa*, in *Rivista delle società*, 2020, 5-6, 1551.

trovavano prima della vigenza del Codice della crisi[190]. Attualmente, il comma 3 dell'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». Il successivo comma 4 prevede, inoltre, che «l'obbligo di nomina dell'organo di controllo o del revisore di cui alla lettera *c)* del secondo comma cessa quando, per tre esercizi consecutivi, non è superato alcuno dei predetti limiti»[191].

In definitiva, il Codice della crisi ha perseguito l'obiettivo di applicare alle imprese in forma societaria meccanismi che impongano la prevenzione e il (tentativo del) superamento della crisi, al fine di tutelare gli interessi dei terzi, dei creditori e del pubblico[192]. Queste misure rientrano nella logica, comune anche agli altri ordinamenti europei, di spostare la tutela dei creditori dal piano patrimoniale, invero ormai poco rilevante considerata anche la possibilità di costituire società *nummo uno*, al piano organizzativo, con una maggiore rigidità della struttura delle società e un rafforzamento dei doveri e delle responsabilità, civili e penali, di chi le gestisce[193]. Tuttavia, la strada dell'irrigidimento della disciplina organizzativa della s.r.l. non è stata intrapresa in maniera assoluta dal legislatore, considerando che rimangono ampie aree in cui le s.r.l. possono godere pienamente della struttura snella e flessibile che le ha caratterizzate a

[190] Prima dell'intervento del Codice della crisi, le soglie che, se superate per oltre due anni, facevano scattare l'obbligo di nomina dell'organo di controllo erano quelle previste dall'art. 2435-*bis* c.c., relativo al bilancio in forma abbreviata, e segnatamente: 1) totale dell'attivo dello stato patrimoniale: 4.400.000 euro; 2) ricavi delle vendite e delle prestazioni: 8.800.000 euro; 3) dipendenti occupati in media durante l'esercizio: 50 unità. Il Codice della crisi ha ridotto notevolmente le soglie, portandole a questa configurazione: 1) totale dell'attivo dello stato patrimoniale: 2 milioni di euro; 2) ricavi delle vendite e delle prestazioni: 2 milioni di euro; 3) dipendenti occupati in media durante l'esercizio: 10 unità. In seguito, il d.l. 18 aprile 2019, n. 32, ha aumentato di nuovo le soglie, come indicato di seguito nel testo, ma pur sempre mantenendole più basse rispetto alla disciplina antecedente al Codice della crisi.

[191] Dunque, l'irrigidimento della disciplina relativa all'obbligo di nomina di un organo di controllo dipende sia dall'abbassamento delle soglie al superamento delle quali scatta tale obbligo, sia dall'innalzamento da due a tre degli esercizi che devono trascorrere senza il superamento di tali soglie per il venir meno del medesimo obbligo (sicché viene resa più duratura la presenza dell'organo di controllo o del revisore nelle s.r.l.).

[192] G. ZANARONE, *La s.r.l. A vent'anni dalla riforma*, cit., 697.

[193] G. ZANARONE, *La s.r.l. A vent'anni dalla riforma*, cit., 699.

partire dalla riforma del 2003[194]. Si pensi, ad esempio, che in molte delle s.r.l. abilitate a svolgere offerte sui portali di *crowdfunding* non si registra il superamento delle soglie a cui l'art. 2477 c.c. subordina l'obbligo di nomina dell'organo di controllo, sicché potrebbero configurarsi ipotesi di s.r.l. che nella propria compagine sociale accolgono soci-investitori, pur non essendo dotate di un organo di controllo, presidio che, normalmente, costituisce una delle garanzie organizzative offerte dalle società (s.p.a.) che raccolgono risparmio presso il pubblico[195]. Si pensi, ancora, che permangono ampie possibilità di attribuire ai soci un ruolo centrale nella gestione della società, sicché anche un socio-investitore entrato tramite una campagna di *crowdfunding* potrebbe essere titolare di penetranti prerogative in materia di amministrazione, oltre che del diritto individuale di controllo sulla gestione[196].

D'altro canto, l'irrigidimento della struttura organizzativa della s.r.l., pur finalizzato alla tutela del ceto creditorio, può servire anche allo scopo di offrire maggiori tutele a quei soci-investitori che connotano la compagine sociale delle s.r.l. che hanno offerto le proprie quote sui portali di *crowdfunding*[197].

9. La cosiddetta s.r.l. "aperta" e il processo di destrutturazione tipologica.

Gli interventi normativi descritti nei paragrafi precedenti hanno inteso, tra l'altro, attribuire alla s.r.l. dei connotati maggiormente "finanziari". A tal proposito, particolarmente significativi sono gli strumenti con cui si è consentito alle s.r.l. di raccogliere capitale di rischio presso una platea indefinita di risparmiatori, cioè l'offerta di quote mediante i portali di *crowdfunding* e, in quanto congeniale a tale offerta, la creazione di categorie di quote. La forte carica innovativa di queste misure ha indotto parte della dottrina a ritenere che la "destrutturazione tipologica" subita da questo tipo

[194] L'esonero di una consistente quota di s.r.l.-PMI dalla più rigida disciplina organizzativa introdotta dal Codice della crisi «può ricondursi ad una tradizione radicata del nostro ordinamento: quella cioè per cui le imprese di dimensioni minori sono esentate da una serie di disposizioni pur volte alla tutela di interessi dei terzi o addirittura dell'interesse pubblico (come ad esempio quelle che compongono lo statuto dell'imprenditore commerciale), in quanto, da un lato, l'esiguità del volume d'affari e del ricorso al credito, e, dall'altro, la modestia dell'impatto provocato dall'eventuale insolvenza sull'economia non sono tali da giustificare i costi di quella tutela» (così, G. ZANARONE, *La s.r.l. A vent'anni dalla riforma*, cit., 701). Cfr., E. PEDERZINI, *La funzione di controllo interno*, cit., 438 s.

[195] P. BENAZZO, *Il controllo nelle società di capitali*, cit., 1567.

[196] V. *infra*, par. 12.

[197] V. cap. II, par. 1.

societario sarebbe tale da aver determinato la genesi di una nuova forma di s.r.l., non più "chiusa", come essa tradizionalmente è stata concepita e identificata, bensì "aperta" nei confronti del mercato finanziario[198].

I problemi di inquadramento sistematico che suscita questa nuova configurazione sono notevoli e risultano aggravati anche dal fatto che alcune delle innovative facoltà concesse alle s.r.l. sono riservate solo a quelle che esercitano PMI. Peraltro, tali problemi sono stati solo parzialmente risolti dal fatto che il recente d.lgs. 30/2023, in attuazione del Reg. UE 2020/1503, ha esteso la possibilità di compiere offerte sui portali a tutte le s.r.l., anche non PMI.

Si pensi, infatti, alla peculiare situazione normativa che si era creata prima di quest'ultimo intervento legislativo: sostanzialmente si realizzava un'inversione del classico paradigma secondo il quale le società (s.p.a.) che si rivolgono al mercato finanziario sono tendenzialmente "grandi", dovendo persino superare specifici requisiti dimensionali per poter essere qualificate come «emittenti strumenti finanziari diffusi fra il pubblico in misura rilevante», mentre, al contrario, le s.r.l., per poter raccogliere capitali presso il pubblico, dovevano essere necessariamente PMI[199].

Si può ritenere che il d.lgs. 30/2023 abbia risolto questo problema, superando le perplessità che scaturivano dalla constatazione che le grandi s.r.l., pur potendo offrire maggiori garanzie al mercato, non potevano farvi ricorso, mentre tale possibilità era concessa alle società più instabili, in quanto di piccole dimensioni, oppure prive di un significativo *track record*, in quanto di recente costituzione[200]. Tuttavia, non potendo le

[198] In altri termini, secondo una dottrina, per perseguire l'obiettivo di agevolare il reperimento di capitale di rischio da parte delle imprese minori tramite il *crowdfunding*, il legislatore «è stato costretto ad eliminare il divieto [di fare appello al pubblico risparmio] per le s.r.l. e quindi sostanzialmente a creare un nuovo modello di tale società, di carattere aperto» (così, O. CAGNASSO, *La s.r.l. piccola e media impresa (P.M.I.)*, cit., 88). Cfr. S. FORTUNATO, *La società a responsabilità limitata*, cit., 2020, 5.

[199] O. CAGNASSO, *La s.r.l. «aperta»*, cit., 234.

[200] Fra i tanti che hanno constatato l'incongruenza, M. CAMPOBASSO, *Il futuro delle società di capitali*, cit., 142 («costituisce un controsenso escludere le sole imprese di grandi dimensioni dalla possibilità di una gestione finanziaria più sofisticata del proprio capitale»), il quale immaginava una futura estensione della disciplina del *crowdfunding* a tutte le s.r.l., anche grandi. È stato anche rilevato [N. CIOCCA, *I portali per il crowdfunding*, in M. CIAN, C. SANDEI (a cura di), *Diritto del fintech*, Milano, 2020 , 251; M. CIAN, *S.r.l. PMI, s.r.l., s.p.a.: schemi argomentativi per una ricostruzione del sistema*, in *Rivista delle società*, 2018, 4, 844] che una simile situazione potrebbe condurre a due opposti effetti: per un verso, frenare la crescita delle s.r.l., che, in ipotesi, avrebbero potuto preferire rimanere nella condizione di PMI per continuare a giovarsi della disciplina derogatoria (il che frustrerebbe vistosamente l'intento perseguito dal legislatore di incentivare la crescita delle imprese minori); per altro verso, stimolare le realtà

s.r.l. "grandi" creare quote di categoria, rimane valida l'osservazione che i soci di una s.r.l.-PMI, nel definire se e quali categorie di quote creare, devono tenere conto dei possibili sviluppi futuri della società[201], affinché le quote di categoria siano strutturate in modo tale da risultare «funzionali alla *governance* convenuta all'interno della compagine sociale secondo un giudizio prognostico, quando la s.r.l. sia certamente ancora una PMI»[202].

Inoltre, a causa del fatto che il citato d.lgs. 30/2023 ha esteso alle s.r.l. "grandi" solo il *crowdfunding*, non anche le altre deroghe al diritto societario previste dall'art. 26 d.l. 179/2012 (cioè la creazione di categorie di quote e l'acquisto di quote proprie), permane un'altra significativa questione, attinente alla sorte degli effetti di queste deroghe una volta che una s.r.l. abbia perduto i caratteri di PMI. La questione, pur non essendo espressamente presa in considerazione dal legislatore, viene generalmente risolta applicando analogicamente la disciplina dettata in tema di s.r.l. *start-up* innovativa dall'art. 31, comma 4, d.l. 179/2012, in base al quale le clausole derogatorie del diritto

---

imprenditoriali in fase di crescita a trasformarsi, una volta raggiunta una certa dimensione, in s.p.a., al fine di poter accedere a tutti gli strumenti che offre il mercato dei capitali ordinario (ipotesi, quest'ultima, sviluppata da N. ABRIANI, *La struttura finanziaria della società a responsabilità limitata*, in *Rivista di diritto societario*, 2019, 3, 523, che parla di un «pungolo gentile» alla trasformazione in s.p.a.; e, nello stesso senso, v. M. NOTARI, *Analisi de iure condendo*, cit., 257 *sub* nota 16; A. DENTAMARO, *Apertura della s.r.l. PMI tra divieto di rappresentazione delle quote ex art. 2468, comma 1, c.c. e tutela dell'investitore*, in M. IRRERA (a cura di), *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della Crisi. Studi in onore di Oreste Cagnasso*, Torino, 2020, 184). Diversamente, non rilevava un'incongruenza sul punto 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 M. IRRERA (a cura di), *La società a responsabilità limitata*, cit., 124, secondo il quale la preclusione alle grandi s.r.l. della possibilità di offrire quote al pubblico era sintomo della volontà del legislatore di mantenere le stesse ancorate al modello codicistico della s.r.l., sicché l'apertura al mercato delle PMI non sarebbe stata tale da far assumere alle s.r.l.-PMI aperte una propria «identità tipologica». Favorevole alla iniziale scelta del legislatore era anche G. PRESTI, *Vent'anni vissuti pericolosamente. TUF e codice civile: una convivenza difficile*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2019, 2, 489.

[201] Si intende dire che, qualora i soci di una s.r.l.-PMI in forte crescita prevedano di realizzare una campagna di *crowdfunding* in un momento futuro in cui la società potrebbe aver ormai perso la qualifica di PMI, è bene che adottino gli accorgimenti che ritengono più opportuni fintantoché la società può ancora creare categorie di quote (ad esempio, potrebbero "potenziare" le proprie quote rispetto a quelle, necessariamente ordinarie, che offriranno ai *crowdinvestors* quando la società avrà perso la qualifica di PMI). Questo ragionamento, ovviamente, è valido almeno fino a quando il legislatore non intervenga – auspicabilmente in un futuro prossimo – per risolvere l'incongruenza (notata anche da E. FREGONARA, *Le recentissime novità in materia di crowdfunding*, in *Nuovo diritto delle società*, 2023, 3, 481 ss.) dovuta al disallineamento tra il bacino di imprese che può creare categorie di quote e quello che può compiere offerte sui portali di *crowdfunding*.

[202] Così, A. SANTORO, *Diverse categorie di quote nella nuova società a responsabilità limitata*, in *Amministrazione & Finanza*, 2019, 10, 23. Sull'importanza che i soci utilizzino l'autonomia statutaria al fine di «delineare un insieme di regole coerenti con l'apertura al mercato della s.r.l.», v. anche O. CAGNASSO, *La s.r.l. «aperta»*, cit., 239.

societario eventualmente inserite nello statuto di una *start-up* innovativa mantengono efficacia, anche una volta che la società abbia perso tale qualifica, limitatamente alle quote di partecipazione già sottoscritte e agli strumenti finanziari partecipativi già emessi[203]. Pertanto, le quote standardizzate o appartenenti a una particolare categoria, create quando una s.r.l. possedeva la qualifica di PMI, manterranno le loro caratteristiche anche quando la società abbia perso tale qualifica.

La portata dirompente delle novità introdotte – e quindi la serietà dei problemi che ne derivano – è determinata non solo dal contenuto derogatorio delle stesse, ma anche da due circostanze molto rilevanti sul piano empirico: la prima è che la quasi totalità delle s.r.l. esistenti è rappresentata da PMI (il 99,88%)[204]; la seconda è che la s.r.l. rappresenta il tipo societario più diffuso (oltre il 60% delle società lucrative) e, pertanto, la s.r.l.-PMI costituisce la forma di impresa societaria maggiormente presente nel sistema economico italiano[205].

---

[203] P. BENAZZO, *Categorie di quote, diritti di voto e governance della "nuovissima" s.r.l.: quale ruolo e quale spazio per la disciplina azionaria nella s.r.l.-PMI aperta?*, in *Rivista delle società*, 2018, 5-6, 1448 ss.; S. FORTUNATO, *La società a responsabilità limitata*, cit., 36; M. CIAN, *S.r.l. PMI, s.r.l., s.p.a.*, cit., 846. Nello stesso senso anche COMITATO NOTARILE DEL TRIVENETO, Orientamento I.N.4, Settembre 2018; nonché, con riferimento alla disciplina nella sua formulazione iniziale, quando prevedeva le deroghe al diritto societario solo in favore delle *start-up* innovative, A. GUACCERO, *La "start-up" innovativa in forma di società a responsabilità limitata: raccolta del capitale di rischio ed "equity crowdfunding"*, in *Banca borsa titoli di credito*, 2014, 6, 716; G.C.M. RIVOLTA, *Diritto delle società*, cit., 133, che parla di «situazioni derogatorie permanenti, destinate ad incidere profondamente sul profilo caratteristico di questo tipo di società».

[204] V. i dati riportati da G. ZANARONE, *La s.r.l. A vent'anni dalla riforma*, cit., 36.

[205] Si fa riferimento, in questa nota, agli ultimi dati Istat disponibili sulla situazione delle imprese italiane, ricavati dalle Tavole di dati del Registro statistico delle imprese attive (consultabili al link: *https://www.istat.it/it/archivio/263692*), pubblicate il 23 novembre 2021 e relative alla situazione delle imprese italiane fino al 2019. Come spiega G. ZANARONE, *La s.r.l. A vent'anni dalla riforma*, cit., 31 *sub* nota 31, i dati Istat sono più significativi rispetto a quelli del Registro delle imprese, poiché quest'ultimo sovrastima le imprese attive, riportando tra di esse anche alcune realtà che non sono più operative ma che formalmente non sono ancora state cancellate dal registro. Per una più approfondita disamina dei dati si rinvia al lavoro dell'Autore citato.

Alla luce di tali dati, il tipo societario più diffuso, e in costante aumento, è la società a responsabilità limitata, che è passata da 491.502 unità nel 2001 (quando rappresentava il 36,24% delle società lucrative attive in Italia) a 798.486 unità nel 2014 (cioè il 51% delle società lucrative) fino a 954.782 unità nel 2019 (cioè il 60,21% delle imprese in forma di società lucrativa). Nello stesso arco temporale, invece, le s.p.a. e le società di persone hanno visto ridursi notevolmente sia il loro numero assoluto sia il loro peso percentuale sul complesso delle imprese attive [infatti, riguardo alle s.p.a., nel 2001 si contavano 40.088 unità (2,96% delle società lucrative), nel 2014 si contavano 31.065 unità (2,02%), nel 2019, invece, 26.823 unità (1,69%); mentre, riguardo alle società di persone, nel 2001 vi erano 824.627 unità (60,80%), nel 2014 ve ne erano 711.025 (46,15%), mentre nel 2019 esse ammontavano a 604.303 (38,10%)].

Anche valutando il numero degli addetti, si osserva che la s.r.l. ha acquisito una crescente rilevanza nel sistema economico, a scapito degli altri tipi societari. Gli addetti in società a responsabilità limitata, infatti, sono passati da 5.065.474 (cioè il 43,01% del totale degli addetti in società lucrative) nel 2001 a

Quindi, riservando i nuovi strumenti a tutte le PMI in forma di s.r.l. o, nel caso del *crowdfunding*, addirittura a tutte le s.r.l., si consente alla maggioranza delle società di capitali esistenti di applicare un regime derogatorio rispetto alla disciplina codicistica, sicché, almeno in termini quantitativi, sembra essersi invertito il rapporto tra "eccezione" e "regola".

Se si considera che al tradizionale carattere "chiuso" della s.r.l. si accompagna anche la tendenziale ristrettezza della compagine societaria[206], si comprende che l'esperimento

---

6.223.194 (cioè il 51,33% del totale) nel 2019, facendo quindi registrare un aumento di oltre 1 milione di addetti, che ha portato la s.r.l. ad impiegare più della metà dei soggetti che lavorano in società lucrative (nello stesso arco temporale, il numero di addetti nelle s.p.a. ha subìto una riduzione di circa 200.000 unità e 3 punti percentuali, mentre nelle società di persone il calo è stato di circa 550.000 unità e 5 punti percentuali).

Inoltre, nel 2019, mentre le s.p.a. avevano un numero medio di addetti di 135,5, le s.r.l., invece, contavano mediamente 6,5 addetti, pur registrando, come è si dice *infra*, la maggior parte dei ricavi ottenuti dai tipi capitalistici. Tale dato è chiaro indice della propensione della s.r.l. per l'esercizio di imprese di piccole dimensioni.

La supremazia della s.r.l. si constata, pur se in maniera meno marcata, anche prendendo in considerazione i ricavi totalizzati da questo tipo societario: emerge che nel 2020 le s.r.l. italiane hanno registrato ricavi per 1.186,5 miliardi di euro mentre le s.p.a. 1.155,5 miliardi di euro, quindi i ricavi delle prime hanno rappresentato il 50,66% dei ricavi complessivamente ottenuti dalle società di capitali. Quasi identiche sono anche le percentuali che misurano il peso economico dei due tipi societari in termini di valore aggiunto (che nel 2020 è dipeso per il 50,74% dalle s.r.l.). I dati sui ricavi e sul valore aggiunto sono tratti da *Osservatorio sui bilanci delle società di capitali. Bilanci 2020*, pubblicato il 28 dicembre 2021 sul sito della Fondazione Nazionale Commercialisti (reperibile al link: *https://www.fondazionenazionalecommercialisti.it/cat/3/97*). Anche in questo caso, per una disamina più approfondita si rinvia a G. ZANARONE, *La s.r.l. A vent'anni dalla riforma*, cit., 33.

Dai dati presentati è possibile concludere che le riforme introdotte nell'ultimo quindicennio per incentivare la costituzione di s.r.l. hanno sostanzialmente sortito l'effetto desiderato di incentivare la costituzione di nuove società. Infatti, l'aumento del numero di s.r.l. non è solo dipeso dalla riduzione del numero di s.p.a. e società di persone, e quindi da una "migrazione" verso il tipo più conveniente, ma anche da un complessivo aumento delle società lucrative esistenti in Italia (passate da 1.356.217 nel 2001 a 1.585.908 nel 2019). Similmente, anche il numero di addetti nella s.r.l. non è cresciuto solo in ragione della riduzione degli addetti nelle s.p.a. e nelle società di persone, posto che si registra un aumento complessivo del personale impegnato in società lucrative (passato da 11.776.557 nel 2001 a 12.123.829 nel 2019).

[206] È opportuno specificare che i concetti di società "chiusa" e "aperta" non corrispondono necessariamente a quelli di società "a struttura chiusa" e a "struttura aperta". La società chiusa (*closely held corporation*) è una società che in concreto ha pochi soci (situazione che verosimilmente si realizza in molte s.r.l.-PMI), mentre la società a struttura chiusa (*close corporation*) è una società nella quale le partecipazioni non sono liberamente trasferibili (O. CAGNASSO, *S.r.l. aperta*, in *Nuove leggi civili commentate*, 2020, 5, 1208 *sub* nota 1). Pertanto, la s.r.l. è una società a struttura aperta, data la libera trasferibilità per atto tra vivi o a causa di morte delle partecipazioni, ma può diventare a struttura chiusa qualora i soci esercitino l'autonomia privata per introdurre clausole statutarie che impediscano o limitino il trasferimento (P. GHIONNI CRIVELLI VISCONTI, *Società a responsabilità limitata a struttura chiusa e intrasferibilità delle quote*, Torino, 2011, 1 ss.). Le società di persone, invece, sono società a struttura chiusa, poiché il mutamento della compagine sociale richiede il consenso unanime di tutti i soci. Analogo ragionamento può essere svolto con riferimento alle società aperte (*publicly held corporation*) e a struttura aperta (*public corporation*): v. M. STELLA RICHTER jr, *Prime notazioni sul numero dei soci*, in U.

di una campagna di *crowdfunding* può produrre l'ulteriore rivoluzionario effetto di portare l'ingresso in società di un numero potenzialmente anche molto elevato di nuovi soci, dando luogo a dinamiche endosocietarie che, sotto alcuni profili, ricordano quelle che si creano nelle grandi s.p.a. aperte[207].

Dunque, alla luce delle recenti riforme, la s.r.l. raggiunge livelli di elasticità estremi. È sempre stata una società utilizzabile per ogni tipologia di impresa, grande o piccola, a compagine allargata o ristretta; tuttavia, ora, la s.r.l. è dotata di una disciplina che le agevola la strada verso la crescita dimensionale e l'incremento del numero dei soci. La nuova disciplina derogatoria, però, è solo eventuale, disponendo i soci della massima libertà nello scegliere se, e in quali modalità, farne uso. Così, se è vero che la creazione di categorie di quote e/o la standardizzazione delle stesse, consentendo di strutturare le partecipazioni in modo tale da intercettare più efficacemente gli interessi dei potenziali investitori[208], risultano senza dubbio congeniali all'offerta delle quote mediante una campagna di *crowdfunding*, le scelte di diversificare le quote e di offrirle sui portali *online* non si implicano a vicenda[209]. Infatti, come è ben possibile che sui portali di *crowdfunding* vengano offerte quote "ordinarie", è eventualità tutt'altro che improbabile la creazione di quote "di categoria", in alternativa all'attribuzione di diritti particolari ai soci[210], senza però che esse siano offerte al pubblico sui portali[211]. Similmente, la standardizzazione delle quote può essere attuata anche in una società che non intende

---

MORERA, G. OLIVIERI, M. STELLA RICHTER jr (a cura di), *La rilevanza dei numeri nel diritto commerciale*, Milano, 2001, 76.

[207] Come meglio si illustrerà nei prossimi paragrafi.

[208] D'altro canto, anche la possibilità di acquistare quote proprie può essere funzionale a reperire maggiori capitali nel mercato, poiché costituisce «una sorta di diritto di recesso […] da parte dei soci e quindi di disinvestimento, e un "embrione" di mercato secondario delle partecipazioni» (così, O. CAGNASSO, *Profili organizzativi e disciplina applicabile alle s.r.l. P.M.I.*, in *Il nuovo diritto delle società*, 2018, 11, 1517 s.).

[209] Sul punto non sono mai sorti particolari dubbi in dottrina, essendo la lettera della legge chiara nel consentire alle s.r.l. di usufruire di ciascuna deroga a prescindere dalla scelta di usufruire delle altre: *ex multis*, S. FORTUNATO, *La società a responsabilità limitata*, cit., 121; O. CAGNASSO, *Profili organizzativi*, cit., 1518 s.; G.A. POLICARO, *Lo sviluppo in Italia dell'equity crowdfunding. Un fenomeno sempre più regolamentato a fronte di prospettive potenzialmente dirompenti*, in *Osservatorio del diritto civile e commerciale*, 2019, 1, 81 s.; S. CORSO, *S.R.L.-PMI aperte al mercato: scelte statutarie e diritti dei soci investitori*, in *Banca borsa titoli di credito*, 2019, 6, 890; M. CIAN, *S.r.l. PMI, s.r.l., s.p.a.*, cit., 832 s.

[210] Una simile scelta, tra l'altro, sembrerebbe consentire più pacificamente l'adozione di soluzioni organizzative (come l'ablazione del diritto di voto, eventualità espressamente prevista dall'art. 26, d.l. 179/2012) la cui realizzazione tramite l'attribuzione di particolari diritti è considerata quantomeno dubbia (v. M. CIAN, *Dalla s.r.l. a base personalistica*, cit., 1425 s.).

[211] O. CAGNASSO, *La s.r.l. «aperta»*, cit., 234.

fare ricorso al *crowdfunding*, e, di converso, una società che vi fa ricorso potrebbe offrire al pubblico quote non standardizzate, ma diverse in termini di entità e di diritti che attribuiscono ai titolari[212].

Alla luce degli interventi che hanno interessato la s.r.l., è stato autorevolmente osservato che «viene meno un elemento tipizzante (il divieto di offrire al pubblico le proprie partecipazioni); rimane invece solo più quello relativo alla non ammissibilità dell'emissione di titoli azionari»; eppure, potendo le s.r.l.-PMI emettere quote standardizzate e usufruire di una «modalità di circolazione di carattere immateriale simile a quelle delle azioni», la differenza tra i due tipi di partecipazioni si starebbe facendo «sempre più labile»[213].

10. L'avvicinamento della s.r.l. "aperta" alla s.p.a. Conferma dell'alterità tipologica.

Ampia attenzione la dottrina ha riservato al tema dell'avvicinamento della s.r.l. alla s.p.a., prendendo posizione talvolta per l'opportunità di integrare, mediante interpretazione estensiva o analogica, la disciplina della s.r.l. con quella della s.p.a., talaltra invece ribadendo l'autonomia della disciplina della s.r.l., anche in ossequio alla chiara intenzione del legislatore della riforma del 2003[214]. Le novità normative in materia di s.r.l. sono state da molti identificate come delle estensioni di istituti tipici della società azionaria, capaci di ridurre le distanze tra i due tipi e far vacillare alcune delle loro tradizionali differenze tipologiche[215].

Ad ogni modo, la maggior parte degli autori non ha sostanzialmente dubitato del fatto che la "nuova" s.r.l. non costituisca un tipo societario a sé stante[216], potendo essa

---

[212] A. DENTAMARO, *Apertura della s.r.l. PMI*, cit., 169.

[213] Così, O. CAGNASSO, *La s.r.l. «aperta»*, cit., 235. V. anche ID., *La "lunga marcia" di avvicinamento delle partecipazioni di s.r.l. alle azioni*, in *Giurisprudenza italiana*, 2017, 11, 2425.

[214] Art. 3, comma 1, lett. *a)*, l. 3 ottobre 2001, n. 366.

[215] Cfr. S.A. CERRATO, *La parabola di start-up e pmi dalla s.r.l. alla s.p.a.*, in M. IRRERA (a cura di), *La società a responsabilità limitata*, cit., 43, secondo il quale le novità introdotte nella disciplina della s.r.l. «null'altro sono se non "estensioni" anche alla s.r.l. di alcune regole "tipologiche" della s.p.a».

[216] In questo senso, la dottrina maggioritaria, tra cui, O. CAGNASSO, *La s.r.l. «aperta»*, cit., 235, S. FORTUNATO, *La società a responsabilità limitata*, cit., 5 s. e spec. 35; G.A. POLICARO, *Dalle s.r.l. emittenti sui portali*, cit., 124; R. GUIDOTTI, L. ORCIANI, *Sui diritti di controllo del socio nella s.r.l. aperta*, in *Rivista di diritto societario*, 2022, 3, 515 ss. L'affermazione è ampiamente condivisa e lo era già quando la disciplina derogatoria era riservata esclusivamente alle s.r.l. in forma di *start-up*, soprattutto in ragione del fatto che le clausole peculiari previste per le *start-up* sono facoltative e che la loro

eventualmente rappresentare un modello all'interno del tipo[217]. Si scansa così qualsiasi dubbio in merito alla necessità di applicare la disciplina della trasformazione per regolare i passaggi tra la s.r.l. tradizionale e quella che si avvale delle deroghe[218].

---

legittimità è condizionata e temporanea (a tal riguardo, v., fra gli altri, G.C.M. RIVOLTA, *Diritto delle società*, cit., 131; P. BENAZZO, *La s.r.l. start-up innovativa*, cit., 126). In senso contrario, sembrano attribuire alle nuove riforme in materia di s.r.l. più pesanti effetti sul piano tipologico S.A. CERRATO, *La parabola di start-up e pmi*, cit., 43: «Non credo azzardato affermare che la s.r.l. *start-up* innovativa o PMI sia oggi qualcosa di tipologicamente diverso dalla s.r.l. tradizionale, e più precisamente una "piccola s.p.a." (in quanto mi pare abbia assunto carattere prevalente l'elemento capitalistico tipico dell'azionaria) che tuttavia mantiene il valore aggiunto di regole del modello personalistico, offrendo concretamente agli operatori un ventaglio amplissimo di opzioni organizzative»; e, pur invocando un intervento normativo, M. ONZA, *L'"accesso" alla società per azioni ed alla società a responsabilità limitata*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2020, 4, I, 732, il quale, descrivendo le differenze tra le società a responsabilità limitata «nel» codice civile e quelle «oltre» il codice civile, parla di «"tipi" di società a responsabilità limitata *diversi*, se pensati quali modelli socio-economici; ma, forse, da radicalizzare (magari con un intervento normativo) *diversi anche dal punto di vista della fattispecie*, dandosi un *quarto tipo di società di capitali*» (enfasi dell'Autore). Si noti che è la stessa Relazione illustrativa al d.l. 179/2012 ad affermare che, con l'introduzione della disciplina della *start-up* innovativa, «non viene introdotta una nuova fattispecie di società».

[217] L'impressione è condivisa anche da quegli autori che si sono spinti ad ipotizzare i maggiori "travasi" di disciplina dalla s.p.a. alla s.r.l. "aperta": P. BENAZZO, *Start-up e PMI innovative*, in *Digesto delle discipline privatistiche. Sezione commerciale*, Aggiornamento 2017, 475, che discorre di modello «para-azionario»; O. CAGNASSO, *La s.r.l. «aperta»*, cit., 236, secondo il quale «la scelta del legislatore pare chiara: prevedendo che le società innovative possano adottare il tipo s.r.l. ed introducendo nuove regole applicabili in tal caso e poi estese a tutte le PMI in forma di s.r.l., la società aperta risulta un *modello inserito all'interno del tipo s.r.l.*» (enfasi dell'Autore).

[218] La questione circa la riconducibilità al *genus* della s.r.l. codicistica anche della nuova s.r.l. che si avvale delle deroghe di cui all'art. 26 d.l. 179/2012 non rileva solo per finalità classificatorie, avendo anche importanti ricadute sul piano pratico. Infatti, qualora la nuova s.r.l. "finanziarizzata" rappresentasse un tipo societario autonomo, si dovrebbero ipotizzare: 1) l'applicazione alla nuova s.r.l. della disciplina generale della s.r.l. non in via diretta, bensì solo in seguito ad un'operazione ermeneutica che ravvisi una lacuna nella disciplina della prima, colmabile ricorrendo per analogia alla disciplina della seconda (G. ZANARONE, *La s.r.l. A vent'anni dalla riforma*, cit., 724); 2) l'applicazione dell'istituto della trasformazione per il passaggio da una forma di s.r.l. all'altra (M. ONZA, *L'"accesso" alla società per azioni*, cit., 733 *sub* nota 89, il quale, prima che il d.lgs. 30/2023 estendesse il *crowdfunding* a tutte le s.r.l. si domandava anche se l'istituto della trasformazione dovesse applicarsi al passaggio dalla s.r.l. grande a quella PMI, e viceversa, oppure, più semplicemente, solo quando una s.r.l.-PMI in concreto decida di avvalersi delle deroghe al diritto societario, e nello specifico a quella relativa all'offerta di quote sui portali di *crowdfunding*). In proposito, v. M. CIAN, *S.r.l. PMI, s.r.l., s.p.a.*, cit., 840, secondo il quale il problema relativo alla possibilità di applicare l'istituto della trasformazione potrebbe manifestarsi solo nel caso in cui la s.r.l.-PMI «abbia concretamente emesso quote di categoria (oppure le abbia emesse *e* collocate sul mercato)», poiché ritenere che la s.r.l.-PMI, per il solo fatto di potersi giovare di tale deroghe, sia un tipo diverso dalla s.r.l. "grande", significherebbe basare il mutamento del tipo, e quindi la trasformazione, su un «presupposto […] instabile, potendo una data società appartenere al novero delle PMI ad anni alterni, secondo le proprie dimensioni contingenti». Ad ogni modo, l'Autore esclude la ricorrenza di diversi tipi societari proprio sulla base delle funzioni cui assolve l'istituto della trasformazione e sul *vulnus* alla certezza del diritto che comporterebbe l'applicazione di tale istituto in ipotesi dai contorni sfumati e mutevoli: «l'erezione di un modello derivato a tipo autonomo si giustifica in quanto l'introduzione delle specificità che lo connotano solleciti gli interessi al cui servizio quella disciplina [*n.d.r.* della trasformazione] è posta. Ora, la semplice emissione di quote *ex* art. 26 non ha, di per sé, una simile rilevanza, ben potendo trattarsi, ad esempio, di una singola partecipazione, fornita di un trascurabile privilegio di natura patrimoniale. Una volta che si assuma l'insufficienza del mero dato

D'altronde, il legislatore stesso dimostrerebbe l'identità tipologica tra la s.r.l. codicistica e quella che si avvale delle deroghe di cui al d.l. 179/2012, proprio perché ha specificato che le disposizioni dedicate a quest'ultima si applicano «in deroga» a quelle della disciplina codicistica, specificazione che sarebbe del tutto superflua se fosse riferita a due distinti tipi societari[219].

Nonostante l'alterità tipologica dei due tipi capitalistici, parte della dottrina ritiene che sia opportuno estendere alla s.r.l. "aperta" alcune norme tratte dalla s.p.a., in quanto pensate per società che sono sempre almeno potenzialmente aperte e, quindi, potenzialmente caratterizzate da una compagine sociale composta da un ampio numero di soci con esigenze diverse[220].

La questione ora solo abbozzata è di centrale importanza per il presente lavoro e alla trattazione di essa giova un'analisi delle caratteristiche che sono proprie delle società (s.p.a.) aperte e delle ragioni per cui ad esse è riservata una disciplina particolare.

11. Le caratteristiche delle società aperte.

Le società che si rivolgono al mercato dei capitali presentano delle peculiarità tali da necessitare di maggiori attenzioni regolatorie. Il legislatore italiano ha risposto a questa esigenza prevedendo una disciplina *ad hoc* per le «società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio» (art. 2325-*bis* c.c.)[221].

La ragione di una disciplina specifica per le società che coinvolgono il pubblico risparmio consiste nella necessità di offrire tutela ad interessi altri rispetto a quelli della

---

dimensionale della società e la necessità di verificare l'erigibilità a tipo muovendo dal dato della concreta adozione di assetti partecipativi speciali, non ci si può in effetti contentare dell'emissione di una quota "diversa" quale che sia; sarebbe piuttosto l'emissione di categorie con certi contenuti che, in quanto atta a richiamare un codice organizzativo molto dissimile da quello della s.r.l., potrebbe risultare significativa allo scopo; ma non pare esservi spazio per la tracciatura di un confine che risulterebbe, alla resa dei conti, mobile e privo di punti di riferimento sicuri». Nello stesso senso, escludendo l'applicabilità della trasformazione, O. CAGNASSO, *S.r.l. aperta*, cit., 1222; S. FORTUNATO, *La società a responsabilità limitata*, cit., 36, il quale, per descrivere il passaggio da s.r.l.-PMI a s.r.l.-PMI "aperta", parla di «conversione progressiva», proprio come avverrebbe qualora si passasse (p. 34) dal modello di s.r.l. semplificata o a capitale marginale a quello di s.r.l. ordinaria.

[219] O. CAGNASSO, *S.r.l. aperta*, cit., 1222, il quale, oltre a questo elemento testuale, attribuisce rilevanza anche al fatto che «manca una disciplina esclusivamente applicabile a tale modello [*n.d.r.* quello della s.r.l. aperta], nonché una sua evidenza autonoma nell'ambito del registro delle imprese». Nello stesso senso, G. ZANARONE, *La s.r.l. A vent'anni dalla riforma*, cit., 556.

[220] Sull'integrazione della disciplina della s.r.l. "aperta" mediante norme della s.p.a., v. cap. II, par. 2.

[221] Sulle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio e sul loro rapporto con la s.r.l. "aperta" v. cap. II, par. 4.

società e del gruppo dei soci che la controlla, in particolare agli interessi dei risparmiatori e del mercato. Si tratta di interessi tra loro connessi, poiché, da un lato, in assenza di fiducia dei risparmiatori nei confronti del funzionamento del mercato, quest'ultimo non esisterebbe[222], dall'altro, la stessa tutela degli interessi del mercato è uno strumento per offrire, indirettamente, tutela a coloro che vi operano[223].

L'esigenza di tutelare i risparmiatori si giustifica alla luce del fatto che la partecipazione azionaria non rappresenta solo un mezzo per prendere parte a un'iniziativa economica, ma anche un mezzo per compiere un investimento[224]. Questa circostanza richiama le esigenze di tutela consacrate nell'art. 47 Cost., in base al quale «la Repubblica incoraggia e tutela il risparmio in tutte le sue forme». Nonostante i primi osservatori avessero attribuito a questa disposizione una rilevanza prevalente nel campo del risparmio bancario[225], è stato autorevolmente osservato che, soprattutto alla luce dell'espressione «in tutte le sue forme», non si può ritenere che la norma costituzionale neghi tutela al risparmio che viene raccolto dalle imprese tramite il mercato mobiliare[226]. Per di più, la situazione del risparmiatore-investitore merita tutela non solo quando, nel mercato mobiliare, si interfaccia con gli intermediari finanziari e sceglie in quali strumenti investire (c.d. tutela pre-investimento, di natura prevalentemente informativa), ma anche una volta effettuato l'investimento, cioè una volta assunta la

[222] Cfr. G. OLIVIERI, *Alle origini della società aperta*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2019, 2, 631, il quale, ragionando sul fatto che la Borsa italiana, nei primi 150 anni della sua esistenza, ha raggiunto dimensioni abbastanza modeste se rapportate al PIL del paese, osserva che questo effetto è stato prodotto anche dalla «sostanziale mancanza di una disciplina *ad hoc* a tutela dei mercati e degli investitori almeno fino alla metà degli anni Settanta del secolo scorso».

[223] R. COSTI, *Tutela del risparmio e Costituzione: storia e attualità dell'art. 47*, in *Banca impresa società*, 2018, 3, 402.

[224] Cfr. G. FERRI jr, *Investimento e conferimento*, Milano, 2001, che ricostruisce il conferimento in società come «vicenda che attiene essenzialmente al denaro» (p. 25), in quanto atto volto all'ottenimento di un guadagno (p. 37), sicché il termine "quota", essendo espressivo della «partecipazione ad una organizzazione, più che ad una operazione di investimento» (p. 124), non sarebbe sufficiente per descrivere il significato della "partecipazione" del socio nella società. Nello stesso senso, nella manualistica, G. FERRI, *Manuale di diritto commerciale*, 16° ed., a cura di C. Angelici e G.B. Ferri, Milano, 2019, 438.

[225] M.S. GIANNINI, *Diritto pubblico dell'economia*, Bologna, 1977, ediz. 1993, 272. D'altro canto, non v'è dubbio che, quando fu scritta la Costituzione, l'unico settore del mercato finanziario in senso lato ad essere compiutamente disciplinato fosse quello bancario (R. COSTI, *Tutela del risparmio*, cit., 394). Cfr., di recente, S. CASSESE (a cura di), *La nuova Costituzione economica*, Bari-Roma, 2021, 230, ove si nota che l'art. 47 Cost. si limitò a riecheggiare la legge bancaria del 1936, il cui art. 1 stabiliva che: «la raccolta del risparmio fra il pubblico sotto ogni forma e l'esercizio del credito sono funzioni di interesse pubblico regolate dalle norme del presente decreto».

[226] R. COSTI, *Tutela del risparmio*, cit., 394.

qualifica, ad esempio, di azionista o di obbligazionista. Pertanto, anche il diritto societario, oltre a quello che regola il mercato dei capitali, è coinvolto nel dare applicazione al precetto di cui all'art. 47 Cost[227].

L'evoluzione che ha subìto l'interpretazione dell'art. 47 Cost. rispecchia l'evoluzione della disciplina riservata alla tutela del risparmio e alla concezione delle esigenze che con essa si intendono soddisfare. Mentre nell'impostazione dei costituenti il risparmio era tutelato in senso oggettivo, cioè come ricchezza accumulata e destinata ad essere rimessa in circolazione grazie all'intermediazione bancaria, col tempo, e soprattutto con il riconoscimento della libertà di circolazione dei capitali introdotta dall'ordinamento europeo, la tutela del risparmio ha assunto una connotazione maggiormente soggettiva, come tutela del risparmiatore[228]. Così, in una prima fase, nell'ottica della tutela del risparmio, si è introdotta una regolazione di tipo pubblicistico, basata prevalentemente sulla vigilanza, esercitata dapprima sull'attività bancaria e poi, con l'istituzione della Consob, anche sul mercato mobiliare, al fine di assicurarne il corretto funzionamento. In seguito, la tutela si è estesa al risparmiatore, creando un vero e proprio «statuto privatistico delle operazioni di investimento», basato essenzialmente sull'informazione[229].

Se quanto appena descritto si riferisce alla tutela degli investitori nel mercato, cioè in quanto risparmiatori, una simile evoluzione ha caratterizzato la tutela degli investitori nella società, cioè in quanto soci[230]. Anche in questo caso, l'enorme sviluppo che i

---

[227] R. COSTI, *Tutela del risparmio*, cit., 395 e 400; G.C.M. RIVOLTA, *Diritto delle società*, cit., 30. D'altronde, come osserva C. ANGELICI, *La riforma delle società*, cit., 19, «tra disciplina delle società e disciplina dei mercati finanziari non intercorre un rapporto di estraneità, ma esse reciprocamente si influenzano e non possono essere considerate separatamente, confluendo invece in un sistema unitario; che in definitiva, per esprimersi in termini individualistici, la tutela del socio è anche la tutela dell'investitore e viceversa».

[228] G. GUIZZI, *Attualità e prospettive nel sistema della tutela del risparmio*, in *Corriere giuridico*, 2016, 6, 746. Sul tema, v., più diffusamente, F. ZATTI, *La dimensione costituzionale della tutela del risparmio. Dalla tutela del risparmio alla protezione dei risparmiatori/investitori e ritorno?*, in *Studi in onore di Vincenzo Atripaldi*, Napoli, 2010, 1469. Cfr. C. PAGLIARIN, *Le radici costituzionali della tutela del risparmio*, in *Banca impresa società*, 2021, 1, 30 ss., la quale osserva che l'espressione «tutela del risparmio e mercato finanziario», introdotta nell'art. 117 Cost. dalla riforma del Titolo V della Costituzione, ha portato la dottrina a ritenere che il legislatore, accostando i concetti di risparmio e di mercato finanziario, avesse sposato l'impostazione soggettivistica della tutela del risparmio, di derivazione comunitaria, volta alla protezione del risparmiatore in quanto investitore.

[229] L'espressione è di G. GUIZZI, *Attualità e prospettive*, cit., 747.

[230] Come osserva A. CHILOIRO, *L'informazione societaria e la varietà di tipologie di azionisti*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2013, 1, 182, la legge offre due tipi di tutela agli investitori. Da un lato,

mercati dei capitali e le società emittenti hanno vissuto nella seconda metà del '900, insieme ai grandi scandali che hanno scosso il settore finanziario all'inizio del nuovo millennio[231], hanno fatto emergere l'esigenza di affiancare ad una tutela di stampo pubblicistico[232] (basata sugli obblighi di trasparenza verso il mercato e di comunicazione alla Consob), anche una di tipo privatistico, volta a regolare l'organizzazione interna della società e i rapporti endosocietari[233]. Si tratta, quindi, di una tutela essenzialmente basata sulla regolazione della *governance* delle società aperte, o potenzialmente tali, nonché dei poteri di *voice* che spettano ai soci.

Il diritto societario, pertanto, svolge un ruolo centrale per la tutela degli investitori nelle società aperte. Infatti, dalla polverizzazione del capitale sociale può dipendere l'assunzione del controllo di una società da parte di un gruppo di azionisti che possiedono una quota relativamente esigua del capitale, uno spostamento di poteri dall'organo assembleare a quello amministrativo, l'individuazione di due categorie di soci – imprenditori e investitori – caratterizzate da interessi diversi[234]. Da quest'assetto scaturiscono una serie di esigenze di cui il legislatore ha dovuto tenere conto nel disciplinare le società aperte, al fine di trovare il più efficiente equilibrio tra gli interessi in gioco: da un lato, consentire l'accesso di capitali nelle imprese senza che si perda la

---

tutela l'azionista in quanto acquirente sul mercato dei valori mobiliari, mediante precisi doveri di trasparenza in capo alle società emittente, che travalicano la dimensione societaria, essendo rivolti a tutelare non solo l'azionista attuale, ma anche quello potenziale; trattasi di una tutela che si svolge in una dimensione «molto più vicina a quella privatistica della formazione del consenso e della buona fede nei rapporti contrattuali» rispetto a quanto lo sia la tutela endosocietaria. Dall'altro lato, la legge, proprio con la tutela endosocietaria, protegge l'azionista in quanto socio, assicurandogli un'adeguata possibilità di esercitare le proprie prerogative all'interno della società.

[231] Cfr. M. TONELLO, *Corporate governance e tutela del risparmio*, in F. GALGANO (diretto da), *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, vol. XXXV, 2006, Padova, 14 ss.

[232] Sull'esigenza di un tutela pubblicistica per i soci delle società "aperte", v., ancor prima della Costituzione repubblicana, T. ASCARELLI, *Problemi preliminari nella riforma delle società anonime*, in *Foro italiano*, 1936, IV, col. 19: «È nei riguardi delle grandi anonime che conviene coraggiosamente affrontare la possibilità di spostare la tutela da un piano privatistico, ove può essere illusoria e qualche volta dannosa, a un piano pubblicistico. È particolarmente in queste grandi anonime che il problema del controllo è più delicato, perché è raro che chi domina la società possegga la effettiva maggioranza del capitale azionario, e che d'altro canto acquista peculiare rilievo una massa di azionisti, economicamente risparmiatori e non imprenditori, che non sanno e non vogliono sapere nulla della società e che appartengono ai più diversi strati della popolazione. Il problema è da questo punto di vista quello di tutelare una massa necessariamente disorganizzata, che in sostanza ha affidato i propri risparmi alla società e perciò conviene esaminare se esso non possa, sotto qualche aspetto, essere meglio risolto con mezzi di diritto pubblico che non con mezzi di diritto privato».

[233] Cfr. M. TONELLO, *Corporate governance e tutela del risparmio*, cit., 190 ss.

[234] G. FERRI, *Manuale*, cit., 438.

possibilità di governare la società in maniera adeguata; dall'altro, garantire agli investitori, anche quelli di minoranza, strumenti di supervisione e di intervento sul governo[235].

Dunque, in relazione al tipo azionario e al mercato dei titoli azionari, il legislatore ha posto diversi presìdi a tutela degli investitori. Sul piano finanziario, sono previsti penetranti obblighi informativi (tra cui quello di predisporre il prospetto informativo) in capo agli emittenti che intendono svolgere una sollecitazione al pubblico risparmio, col fine di ridurre l'asimmetria informativa che mina la posizione degli investitori e aumentare la loro consapevolezza. Sul piano patrimoniale, sono previste le regole (la cui efficacia è ormai limitata) che impongono un ammontare di capitale sociale minimo di entità sufficiente a dimostrare la serietà dell'iniziativa. Sul piano organizzativo, è prevista l'attribuzione di poteri alle minoranze e l'imposizione di una rigida struttura corporativa che, grazie alla precisa ripartizione delle funzioni tra gli organi sociali, riduce il rischio di ingerenze dei soci di maggioranza nella gestione e agevola l'attribuzione della responsabilità civile per gli atti di *mala gestio*; inoltre, la struttura corporativa rigida, grazie alla necessaria presenza dell'organo di controllo, tenta di ridurre la possibilità che atti di *mala gestio* vengano compiuti e assicura un controllo sulla correttezza della gestione anche in favore di quei soci-investitori che non desiderano, o non hanno le competenze per, vigilare costantemente sull'andamento dell'attività sociale[236]. Dunque, considerando trascurabili le misure che si esplicano sul piano patrimoniale (a maggior ragione nella s.r.l. che può presentare un capitale estremamente esiguo)[237], la strategia normativa messa in atto per tutelare gli investitori

[235] G. OLIVIERI, *Alle origini della società aperta*, cit., 636 s. Nelle società aperte, quindi, è opportuno fornire costantemente informazioni sull'andamento della gestione (il che ha riflessi anche endosocietari, come avviene con gli obblighi informativi in materia di patti parasociali), rafforzare i poteri delle minoranze, purché siano minoranze qualificate (pena l'ingovernabilità della società), e rimuovere i principali ostacoli alla mobilità degli assetti proprietari e al mercato del controllo, così incentivando l'efficienza della gestione. Solo presentando questa configurazione – osserva l'Autore citato – si potrebbe definire "aperta" una società, con la «triplice valenza» di: «apertura all'apporto di capitale esterno; apertura alla supervisione continua da parte degli investitori; apertura al ricambio, non necessariamente consensuale, dei vertici imprenditoriali» (le espressioni citate sono tratte da ASSOCIAZIONE DISIANO PREITE, *Rapporto sulla società aperta*, Bologna, 1997, 48).

[236] La tripartizione, negli ambiti finanziario, patrimoniale e organizzativo, della tutela offerta dal legislatore nei confronti degli investitori è tratta da G. ZANARONE, *La s.r.l. A vent'anni dalla riforma*, cit., 519.

[237] È interessante notare come, in principio, quando fu redatto il codice civile, la ragione per cui la s.r.l. non era tenuta a rispettare i medesimi requisiti di capitalizzazione minima previsti per la s.p.a. si

e per assicurare l'efficienza del mercato si esplica in regole di trasparenza e di *governance*[238].

Le considerazioni fin qui svolte, pur essendo in principio riferibili alle società per azioni, si rivelano essenziali per comprendere le peculiarità della nuova versione "finanziarizzata" della s.r.l., che viene sovente definita "aperta".

12. L'emersione nella s.r.l. "aperta" di esigenze di tutela simili a quelle che si riscontrano in una s.p.a. aperta.

Passando ora alle s.r.l. che raccolgono capitale di rischio grazie alle piattaforme *online*, si osserva che i presìdi posti dalla legge a tutela degli investitori differiscono rispetto a quanto è previsto nelle s.p.a. aperte.

Sul piano della tutela informativa pre-investimento, la regolamentazione dei portali di *crowdfunding* non sembra trascurare (almeno non gravemente) le esigenze di tutela degli utenti-investitori[239], poiché è previsto sia che l'emittente pubblichi un consistente *set* informativo, sia che gli investitori vengano sottoposti a un *test* di appropriatezza da parte gestore del portale[240]. Tuttavia, l'efficacia di questo tipo di tutela può risultare limitata, in concreto, quando la società redige bilanci nelle forme semplificate e/o non abbia istituito la funzione di revisione contabile, o addirittura irrimediabilmente compromessa quando la società sia una neocostituita *start-up* che non dispone delle informazioni contabili e finanziarie che dovrebbero essere oggetto di *disclosure*[241].

Sul piano della tutela degli investitori nell'ambito dell'organizzazione sociale, quindi una volta che essi siano diventati soci, il nuovo assetto della disciplina della s.r.l.

---

fondava anche sul fatto che la prima era un tipo societario che «che esclude la circolazione dei titoli» (Relazione del ministro guardasigilli al codice civile, n. 942).

[238] A. PERRONE, *Il diritto del mercato*, cit., 67 s. In termini di analisi economica del diritto, le regole di *governance* servono per risolvere gli *agency problems* che sorgono tra soci di minoranza (*principal*) e soci di maggioranza o amministratori (*agent*): la tecnica normativa consiste nell'attribuire al *principal* posizioni di potere sull'*agent* (come il potere di revocarlo), nell'imporre obblighi di comportamento all'*agent*, oppure nell'incentivare l'*agent* ad adottare determinate condotte.

[239] G. ZANARONE, *La s.r.l. A vent'anni dalla riforma*, cit., 518. Invero, una delle preoccupazioni più sentite in dottrina è che un'eccessiva regolamentazione del *crowdfunding* porti la relativa disciplina ad una conformazione troppo simile a quella dei mercati finanziati "tradizionali", al punto che, aumentando i costi per l'accesso a questo strumento, allontanerebbe da esso le imprese.

[240] Sugli obblighi imposti all'emittente e al gestore del portale da parte della disciplina del *crowdfunding*, v. cap. II, par. 6.

[241] È lo stesso legislatore a riconoscere che, nel caso di offerte promosse da *start-up* neocostituite, molte fondamentali informazioni contabili e finanziarie possano mancare: v. cap. III, par. 2.

sembra meritare particolare attenzione. Il problema nasce dalla constatazione che la s.r.l., all'esito di una campagna di *crowdfunding*, potrebbe accogliere nella propria compagine un numero anche molto elevato di soci minoritari, tendenzialmente (anche se non necessariamente) disinteressati alla gestione, la cui presenza darebbe luogo a dinamiche simili a quelle che si realizzano nelle grandi s.p.a. "aperte". In queste ultime, infatti, almeno una certa quota delle partecipazioni è "polverizzata" e si trova nella titolarità di soci c.d. investitori, il cui investimento è motivato esclusivamente da finalità di natura finanziaria invece che dall'interesse a ricoprire un ruolo attivo nella società.

È innegabile che la presenza di un elevato numero di soci-investitori all'interno di una s.r.l. sia una circostanza insolita per questo tipo societario[242]. Tale circostanza rappresenta uno di quei fattori che, come si è detto nel precedente paragrafo, motivano, nelle società aperte, l'intervento del legislatore in funzione di eterotutela dei soci-investitori. La questione è stata oggetto di ampi approfondimenti da parte della dottrina, che non ha mancato di mostrare un certo stupore per il fatto che il legislatore, pur prevedendo per le s.r.l. una tecnica sollecitatoria simile a quella utilizzata dalle s.p.a., non abbia esteso a coloro che investono nelle prime le tutele previste dalla disciplina delle seconde[243].

La riforma del 2003 aveva introdotto nella disciplina della s.r.l. una serie di regole – alcune delle quali inderogabili – per garantire centrale rilevanza ai soci, attribuendo ad essi penetranti strumenti di controllo e di intervento, anche nell'ottica di assicurare il

[242] L'osservazione è condivisa da pressoché ogni autore che si è espresso sull'argomento: tra gli altri, P. BENAZZO, *Start-up e PMI innovative*, cit., 470; M. CIAN, *Dalla s.r.l. a base personalistica*, cit., 1423; nonché O. CAGNASSO, *La s.r.l. piccola e media impresa (P.M.I.)*, cit., 98, secondo il quale l'avvento dell'*equity crowdfunding* genera «una peculiare situazione endosocietaria» che determina l'insorgere di «uno scenario […] che allo studioso del diritto societario appare al tempo stesso familiare (nella misura in cui rievoca problemi associati alla dispersione della base azionaria e dei correlati fenomeni di "apatia razionale" dei soci) e nuovo (nella misura in cui, invece, ad aver raccolto i capitali sia stata una società *unseasoned*, e invero priva di ogni *track record*)».

[243] In questo senso, tra i primi commentatori della nuova disciplina, quando essa ancora si riferiva esclusivamente alle *start-up* innovative in forma di s.r.l., A. GUACCERO, *La start-up innovativa in forma di società a responsabilità limitata: raccolta del capitale di rischio ed equity crowdfunding*, in *Banca borsa titoli di credito*, 2014, 6, I, 700: «la disciplina in esame è concepita soprattutto quale innovazione del regime della società a responsabilità limitata, prendendo a prestito alcune norme tipiche della società per azioni, senza nel contempo richiederne il medesimo livello di "corporativizzazione"»; M.L. VITALI, *Equity crowdfunding: la nuova frontiera della raccolta del capitale di rischio*, in *Rivista delle società*, 2014, 2-3, 400, secondo il quale la società «finisc[e] per beneficiare di un regime speciale e derogatorio rispetto alle regole proprie del tipo»; P. BENAZZO, *Start-up e PMI innovative*, cit., 470; G. ZANARONE, *La s.r.l. A vent'anni dalla riforma*, cit., 518.

buon andamento della società[244]. Ciò era motivato, tra l'altro, dalla possibile assenza di un organo di controllo interno, ma anche dal fatto che, in una società chiusa, il fine di assicurare la corretta gestione non può essere realizzato con i meccanismi che dominano le società aperte, cioè l'automatica formazione dei prezzi nel mercato e la contendibilità del controllo. L'assenza del mercato, infatti, comporta che le negoziazioni aventi ad oggetto quote di s.r.l. siano relativamente poco frequenti e condotte in maniera privata, sicché eventuali inefficienze nella gestione non sortirebbero immediati effetti sul prezzo delle quote, mentre il cambio del gruppo di controllo non potrebbe dipendere dalle dinamiche del mercato, bensì solo dalla volontaria cessione delle quote maggioritarie[245].

In ragione di tali caratteristiche, la disciplina della s.r.l., caratterizzata dall'ampia autonomia statutaria e dalla grande centralità riconosciuta al socio, è apparsa «per certi versi troppo rigida e per altri troppo poco rigorosa nell'ottica della tutela dei soci investitori»[246]. In altri termini, i problemi che si pongono nella s.r.l. "aperta", come conseguenza dell'ingresso di una moltitudine di soci-investitori, si manifestano su due fronti: quello della tutela degli investitori (necessaria per via del poco rigore della disciplina della s.r.l. in materia di *governance*) e quello della tutela dell'efficiente funzionamento dell'organismo societario (necessaria per via della talvolta eccessiva rigidità in materia di prerogative individuali dei soci).

In relazione alla tutela dell'organismo, pare condivisibile l'osservazione che i soci-investitori disporrebbero, in alcuni casi, di prerogative di *voice* così penetranti rispetto alle loro esigenze che potrebbero esercitarle in maniera ostruzionistica, o financo opportunistica, recando pregiudizio alla società e paralizzandone il funzionamento[247]: si

---

[244] O. CAGNASSO, *La s.r.l. «aperta»*, cit., 236; nello stesso senso, G.M. BUTA, *I controlli*, in G. SANTONI, F. BRIOLINI, G.M. BUTA, F. ACCETTELLA, *Le società a responsabilità limitata*, Torino, 2022, 254. Sulle finalità a cui è preordinata la «compresenza, nell'ambito della s.r.l., di una funzione istituzionale di controllo interno accanto a diritti soggettivi di informazione e consultazione individualmente attribuiti ai soci "che non partecipano all'amministrazione"» v., E. PEDERZINI, *La funzione di controllo interno*, cit., 431 s. e 434 ss.

[245] Cfr. G. PERONE, *Il tipo di società: profili di rilevanza del dato numerico*, in U. MORERA, G. OLIVIERI, M. STELLA RICHTER jr (a cura di), *La rilevanza dei numeri nel diritto commerciale*, Milano, 2001, 105.

[246] L'espressione, frequentemente citata dalla dottrina successiva, è di O. CAGNASSO, *Profili organizzativi*, cit., 1517. Cfr. S. CORSO, *S.R.L.-PMI aperte al mercato*, cit., 906: «è diffusa la sensazione dell'inadeguatezza del regime dei controlli sia "per eccesso" che "per difetto"».

[247] Cfr. 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 P.M.I.*, relazione al IX Convegno nazionale dell'associazione Orizzonti del Diritto commerciale, Roma, 23-24 febbraio 2018, reperibile in

pensi, oltre che al diritto di voto, al controllo sulla gestione esercitabile dal singolo socio non amministratore, nonché alla legittimazione di ciascun socio a impugnare le delibere assembleari, a promuovere l'azione di responsabilità nei confronti dei gestori e a chiederne la revoca[248].

In relazione alla tutela dei soci-investitori, sembra altrettanto condivisibile che essi sarebbero troppo poco tutelati nei confronti dei rischi a cui i soci di minoranza tipicamente vanno incontro nelle società aperte[249]: si pensi alla possibilità di redigere il bilancio in forme semplificate (quello abbreviato o addirittura quello delle microimprese); alla mancanza dell'obbligo di istituire un organo di controllo per le s.r.l. che si trovino al di sotto delle soglie indicate dall'art. 2477 c.c. e alla possibilità, per quelle che invece sono tenute a tale obbligo, di affidare il controllo esclusivamente a un revisore[250]; alla mancanza di un'organizzazione come l'assemblea speciale prevista nell'ambito della s.p.a., per i soci titolari di quote di categoria[251]. A causa delle caratteristiche organizzative della s.r.l., si potrebbe realizzare – ipotizzando una situazione estrema – la circostanza paradossale per cui una società priva di controlli istituzionalizzati, che redige il bilancio per le microimprese e che, per di più, dispone di

---

www.orizzontideldirittocommerciale.it, e in *Nuovo diritto delle società*, 2018, 6, 915; A. SANTORO, *Diverse categorie*, cit., 27 *sub* nota 25, ove l'osservazione che un'offerta di *crowdfunding*, essendo rivolta ad investitori anonimi, potrebbe determinare l'ingresso in società di soci titolari di quote estremamente minoritarie, se non, addirittura, la presenza di *competitors*, i quali potrebbero porre in essere comportamenti ostruzionistici e dilatori, esercitando le proprie prerogative anche in assenza di necessità, o perfino comportamenti opportunistici, accedendo ai segreti aziendali.

[248] Come osserva O. CAGNASSO, *Profili organizzativi*, cit., 1522, «nell'ambito di una società aperta appare difficile ipotizzare che questi poteri possano essere attribuiti ad un numero indefinito e molto ampio di soci, con il rischio di paralizzare la vita della società». Cfr. 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, 5, 707.

[249] Come è stato osservato, nella s.r.l. "aperta" verrebbero a mancare «quei presìdi minimi che la legge da sempre impone al modello tipicamente configurato e vocato a una raccolta di mezzi finanziari tramite sollecitazione al pubblico risparmio, qual è la società per azioni» (Così P. BENAZZO, *Start-up e PMI innovative*, cit., 470).

[250] Sembra infatti che (N. ABRIANI, *I controlli*, in C. IBBA, G. MARASÀ (a cura di), *Le società a responsabilità limitata*, vol. II, Milano, 2020, 2003 ss.), nonostante alcune perplessità (sulle quali, v. anche O. CAGNASSO, *La s.r.l.: amministrazione e controllo tra società per azioni e società personali*, in P. MONTALENTI (a cura di), *I modelli di impresa societaria fra tradizione e innovazione nel contesto europeo*, Milano, 2016, 58 s.), l'art. 2477 c.c. lasci i soci liberi di scegliere se nominare il collegio sindacale (o un sindaco unico) oppure il revisore legale di conti, tanto nell'ipotesi in cui la nomina dell'organo di controllo sia obbligatoria, quanto in quella in cui essa sia facoltativa. *Contra*, E. PEDERZINI, *La funzione di controllo interno*, cit., 2-3, 415; nonché E. FREGONARA, M. CAVANNA, *Il collegio sindacale*, in M. IRRERA (diretto da), *Diritto del governo delle imprese*, 2° ed., Torino, 2020, 470 s.

[251] O. CAGNASSO, *Profili organizzativi*, cit., 1522. Cfr. N. BACCETTI, *Informazione e postergazione*, cit., 707.

un capitale sociale irrisorio (anche di un solo euro), effettui un'offerta di quote sui portali di *crowdfunding*, portando la compagine sociale ad assumere una conformazione non dissimile da quella di una grande società aperta[252]. A parte l'effetto destabilizzante sulla società della presenza di soci-investitori, il livello di attenzione al pubblico risparmio sarebbe tanto inferiore a quello offerto dalla disciplina della s.p.a. da apparire «difficilmente giustificabile alla luce di una evidente comune esigenza di salvaguardia», così potendo generare dubbi sulla legittimità costituzionale (in relazione all'art. 3 Cost.) del sistema di tutela del risparmio offerto dalla disciplina della s.r.l. aperta[253].

Le questioni qui prospettate richiedono di domandarsi se la disciplina della s.r.l. "aperta" possa, ed in quali termini, considerarsi mutata rispetto a quella del modello base di s.r.l.: tale mutamento, senz'altro in parte causato dai nuovi compendi normativi dedicati a questa società nella sua versione "aperta", potrebbe anche essere determinato – ed è l'aspetto più problematico – dall'eventuale applicazione analogica di disposizioni dettate per la s.p.a. Si anticipa, a tal riguardo, che la possibilità di integrare in via analogica la disciplina della s.r.l. sarà attentamente valutata nel Capitolo II – escludendola in alcuni casi e ammettendola in altri – soprattutto alla luce dell'effettiva presenza, o meno, di lacune.

Lo svolgimento di quest'analisi fornirà anche l'occasione per effettuare considerazioni sull'attuale bilanciamento che la disciplina della s.r.l. "aperta" realizza tra tutele contrattuali e salvaguardia della funzionalità della società; e quindi, di conseguenza, considerazioni sulla attrattività del modello s.r.l. "aperta" per le imprese minori e per gli investitori, nonché, eventualmente, sui limiti entro cui l'autonomia statutaria potrebbe incidere sul suddetto bilanciamento al fine di aumentare l'attrattività dell'investimento in una determinata società.

---

[252] P. BENAZZO, *Categorie di quote*, cit., 1452 ss. In termini simili, ragionando sulla possibile assenza di un organo di controllo nella s.r.l. aperta, P. BENAZZO, *Il controllo nelle società di capitali*, cit., 1566. Cfr., inoltre, quanto osserva lo stesso Autore in ID., *La s.r.l. start-up innovativa*, cit., 127: «la s.r.l. […] potrebbe anche essere una società "senza capitale"; una società interamente "senza organi collegiali"; una società, addirittura, "senza organizzazione corporativa articolata" (ovvero a "organo unico"), poco diversa, pertanto – in termini di snellezza e di flessibilità nell'organizzazione patrimoniale e amministrativa – da una società di persone». Con il medesimo approccio critico, G. PRESTI, *Vent'anni vissuti pericolosamente*, cit., 488, il quale denuncia il paradosso insito nella circostanza che «una s.r.l. con più di venti dipendenti da due esercizi deve avere un organo di controllo (o il revisore contabile), ma una s.r.l. *start-up* che chiede al mercato fino a 8 milioni di capitale di rischio no».

[253] Così, G. ZANARONE, *La s.r.l. A vent'anni dalla riforma*, cit., 519.

CAPITOLO II
INDIVIDUAZIONE DELLA DISCIPLINA APPLICABILE ALLA S.R.L. "APERTA". VALORIZZAZIONE DELL'AUTONOMIA NORMATIVA DEL TIPO S.R.L.

1. Gli effetti positivi (ma non sufficienti) del Codice della crisi per la tutela degli investitori nella s.r.l. "aperta".

Si può ritenere che i problemi di tutela degli investitori descritti nell'ultimo paragrafo del Capitolo I si risolvano, almeno in parte, grazie alle novità introdotte nella disciplina della s.r.l. dal Codice della crisi.

La riforma della materia concorsuale, tracciando una parziale inversione di rotta rispetto ai precedenti interventi in materia di s.r.l., che avevano "destrutturato" i connotati di questo tipo societario, ha comportato un irrigidimento della sua struttura di *governance*. Infatti, il Codice della crisi ha introdotto (o reintrodotto), nella disciplina della s.r.l., alcune disposizioni che la riforma del 2003 aveva riservato alla s.p.a.[254], e sulla cui estensione alla s.r.l. la dottrina si era frequentemente interrogata.

Le disposizioni del Codice della crisi che ricoprono particolare rilevanza ai fini della tutela degli investitori sono quelle che prevedono l'ampliamento dei casi in cui è necessario istituire un organo di controllo nella s.r.l. (art. 2477, comma 2, c.c.) e che sottopongono la società al controllo giudiziario (art. 2477, ult. comma, c.c., che rinvia all'art. 2409 c.c.). Queste modifiche in materia di controlli si rivelano sicuramente preziose nell'ottica di aumentare il livello di tutela offerto ai soci-investitori nella s.r.l. "aperta"; tuttavia, non si può omettere di considerare che tale effetto di tutela è, per un verso, solo incidentale[255], posto che le suddette norme sono state introdotte avendo di mira la tutela dei creditori e non quella del pubblico risparmio, e, per altro verso, solo

[254] D.U. SANTOSUOSSO, *Introduzione alla riforma delle società a responsabilità limitata PMI e qualificazione tipologica della società a responsabilità limitata*, in *Rivista di diritto societario*, 2019, 3, I, 498, il quale individuava nelle previsioni in materia di controllo dell'allora emanando Codice della crisi dei possibili «contrappesi» alle nuove possibilità per le s.r.l.-PMI di coinvolgere investitori esterni.

[255] Di una «convergenza virtuosa» parla N. ABRIANI, *La struttura finanziaria della società a responsabilità limitata*, in *Rivista di diritto societario*, 2019, 3, 517. Cfr. E. PEDERZINI, F. DE GOTTARDO, *Incentivi e ostacoli*, cit., 300 s.

parziale[256], poiché l'abbassamento delle soglie il cui superamento determina l'obbligo di nominare un organo di controllo lascia comunque scoperto un ampio numero di società che, quindi, possono applicare tutte le deroghe alla disciplina codicistica della s.r.l. senza essere dotate di un organo di controllo[257].

Inoltre, come si è anticipato, i problemi che discendono dall'ingresso in una s.r.l. di una molteplicità di soci-investitori non riguardano solo la tutela della posizione di questi ultimi, ma afferiscono anche, in direzione opposta, alla tutela degli interessi della società, il cui funzionamento potrebbe risultare insidiato qualora i soci "estranei" al gruppo di comando, servendosi delle penetranti prerogative che la legge attribuisce ad ogni quotista di s.r.l., adottino comportamenti ostruzionistici od opportunistici di vario genere. Allora, si comprende che la soluzione offerta dal Codice della crisi sarebbe doppiamente parziale: sia perché non risolve i problemi derivanti dalla "apertura" delle società che non superano i parametri di cui all'art. 2477 c.c., sia perché, anche nelle società che superano quei parametri, risolverebbe solo il problema della tutela dei soci-investitori e non quello della tutela del funzionamento della società.

Dunque, nonostante i ritocchi operati dal Codice della crisi, persistono i problemi che discendono dall'estensione alla s.r.l. di istituti – categorie di quote, offerta al pubblico di quote tramite *crowdfunding*, acquisto di quote proprie – a cui è sottesa la logica finanziaria propria della s.p.a.

2. I tentativi di estensione alla s.r.l. "aperta" di norme tratte dalla s.p.a. Interpretazione estensiva e analogica.

Facendo perno sul fatto che i nuovi istituti introdotti nella disciplina della s.r.l. sono ispirati agli analoghi istituti previsti in quella della s.p.a. – categorie di azioni,

[256] G. PRESTI, *Vent'anni vissuti pericolosamente. TUF e codice civile: una convivenza difficile*, in *Analisi giuridica dell'economia,* 2019, 2, 487.

[257] La limitatezza di questa tutela nei confronti dei soci-investitori è poi aggravata dal fatto che le società escluse dall'obbligo di nomina sono proprio quelle che, essendo di dimensioni minori, offrono garanzie tendenzialmente più deboli in termini di capitalizzazione e trasparenza. Inoltre (osserva G. ZANARONE, *La s.r.l. A vent'anni dalla riforma del diritto societario*, Milano, 2023, 731 s.), l'effetto di tutela nei confronti degli investitori può considerarsi parziale anche alla luce del fatto che il Codice della crisi non ha esteso alla s.r.l. altre norme dettate per la s.p.a. che tipicamente hanno tra le loro funzioni anche quella di tutelare i soci-investitori: ad esempio, l'art. 2391 c.c. sugli interessi degli amministratori e l'art. 2392 c.c. sulla diligenza a cui essi devono attenersi.

sollecitazione del pubblico risparmio in varie forme, acquisto di azioni proprie[258] – potrebbe apparire ragionevole cercare nel tipo azionario regole suscettibili di essere estese anche alla s.r.l. Anzi, si è ritenuto[259] che le deroghe alla disciplina codicistica della s.r.l., introdotte per realizzare una maggiore finanziarizzazione di questo tipo, siano espressione di una più ampia tendenza di avvicinamento tra la s.r.l. e la s.p.a.; tendenza che si manifesterebbe sia in quelle posizioni giurisprudenziali e dottrinali favorevoli ad estendere alla s.r.l. alcune regole in tema di *governance* previste per il tipo azionario[260], sia nell'operato del legislatore del Codice della crisi, il quale, aderendo a tali posizioni, ha rimodellato molti profili della s.r.l. sulla falsariga della s.p.a.[261] Allora, questa tendenza – condivisa da giurisprudenza, dottrina e legislatore – a ridurre la

[258] In realtà, tra i tre nuovi istituti introdotti nella disciplina della s.r.l., quello che sembra avere meno somiglianze con il corrispettivo istituto della s.p.a. è l'offerta di quote sui portali di *crowdfunding*, operazione che presenta caratteristiche peculiari capaci di differenziarla abbastanza nettamente dall'offerta al pubblico di azioni sui mercati regolamentati. Tanto che anche il legislatore sembra avere qualche dubbio quando, nella Relazione illustrativa al d.l. 179/2012, con riferimento alla facoltà per le s.r.l. di creare categorie di quote, scrive che i commi 2 e 3 dell'art. 26 «estendono anche alle […] s.r.l. istituti previsti dalla disciplina delle s.p.a.», mentre, diversamente, non qualifica la facoltà di offrire al pubblico le quote come una "estensione" di un istituto della s.p.a.

[259] O. CAGNASSO, *La s.r.l. «aperta»*, in O. CAGNASSO, A. MAMBRIANI (diretto da), *Start up e P.M.I. innovative*, Bologna, 2020, 237; ID., *Il socio di s.r.l. privo del diritto di voto. Qualche riflessione in tema di proprietà e controllo nell'ambito delle società P.M.I.*, relazione al IX Convegno nazionale dell'associazione Orizzonti del Diritto commerciale, Roma, 23-24 febbraio 2018, reperibile in *www.orizzontideldirittocommerciale.it*, e in *Nuovo diritto delle società*, 2018, 6, 915; ID., *Il diritto societario della crisi fra passato e futuro*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2017, 1, I, 54.

[260] Il riferimento è a quelle posizioni dottrinali e giurisprudenziali che intendevano estendere alla s.r.l. alcune regole che la riforma del 2003 aveva limitato alla s.p.a.: in particolare, quelle di cui agli artt. 2381, 2394, 2409 c.c., ora espressamente estese alla s.r.l. ad opera del Codice della crisi (per i riferimenti bibliografici v. cap. I, par. 8), e quella della diligenza richiesta dalla natura dell'incarico e dalle specifiche competenze di cui all'artt. 2392 c.c., ancora non espressamente estesa alla s.r.l., ma, secondo alcuni, ad essa applicabile in via analogica [F. BRIOLINI, *Note in tema di «specifiche competenze» degli amministratori della s.r.l.*, in *Rivista delle società*, 2021, 5-6, 1171; O. CAGNASSO, *La società a responsabilità limitata*, in G. COTTINO (diretto da), *Trattato di diritto commerciale*, vol. V, Padova, 2007, 248 s.; C. ANGELICI, *Sulle lacune nel diritto delle società*, in *Società*, 2015, 11, 1255] o comunque alla luce del fatto che il Codice della crisi ha esteso alla s.r.l. l'art. 2381 e l'obbligo di agire informato [S. FORTUNATO, *La società a responsabilità limitata. Lezioni sul modello societario più diffuso*, II ed., Torino, 2020, 221 s.; M. RESCIGNO, *La responsabilità gestoria: profili generali*, in C. IBBA, G. MARASÀ (a cura di), *Le società a responsabilità limitata*, vol. II, Milano, 2020, 1776].

[261] Cfr., sul tema, E. PEDERZINI, *La funzione di controllo interno nelle società a responsabilità limitata e la scelta imperfetta tra sindaco e revisore*, in *Rivista delle società*, 2023, 2-3, 416 s. A ridurre la distanza tra s.r.l. e s.p.a. contribuiscono diverse nuove previsioni introdotte dal Codice della crisi, tra cui, oltre a quelle menzionate *supra*, nel testo, relative al controllo giudiziario (art. 2477, ult. comma, che rinvia all'art. 2409 c.c.) e all'abbassamento delle soglie che fanno scattare l'obbligo di nomina dell'organo di controllo (art. 2477, comma 2, c.c.), anche quelle che introducono la norma sulla responsabilità degli amministratori nei confronti dei creditori sociali (art. 2476, comma 6, c.c. che riproduce il contenuto dell'art. 2394 c.c.) e l'obbligo 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 (art. 2086, comma 2).

distanza tra i due tipi capitalistici potrebbe sembrare una conferma della possibilità di integrare la disciplina della s.r.l. "aperta" con norme tratte dalla s.p.a.[262]; in particolare con quelle norme che nella s.p.a. regolano la *governance* e offrono tutela ai soci-investitori, rendendo il tipo azionario più adatto per l'apertura al mercato.

Per giungere a una simile conclusione, tuttavia, è necessario: *i)* individuare cosa si intenda per s.r.l. "aperta"; *ii)* individuare le ragioni che giustificano l'interpretazione estensiva di norme dettate per la s.p.a.; *iii)* oppure, individuare le lacune, nella disciplina della s.r.l., che andrebbero colmate con norme della s.p.a.

La soluzione della prima questione non è scontata. Da un lato, si potrebbe essere tentati di affermare che una s.r.l. è aperta quando ha effettuato una campagna di *crowdfunding*[263]: questa operazione, determinando l'ingresso nella s.r.l. di soci con caratteristiche ed esigenze diverse rispetto a quelle del gruppo di soci-imprenditori, giustificherebbe il ricorso alle regole azionarie[264]. Dall'altro, è pur vero che l'esigenza di offrire tutele diversificate alle diverse tipologie di soci potrebbe sorgere anche come conseguenza della sola creazione di quote di categoria, in particolare se prive del diritto di voto e se sottoscritte, prescindendo da una campagna di *crowdfunding*, da parte di soggetti esterni a coloro che detengono il controllo: sarebbe allora la creazione di quote diversificate (e, nella specie, depotenziate) a richiedere l'estensione alla s.r.l. di regole della s.p.a., poiché tali quote perderebbero il carattere della "socialità" e acquisirebbero quello della "finanziarietà", tipico delle azioni[265].

---

[262] Come osserva O. CAGNASSO, *La s.r.l. «aperta»*, cit., 237, quelle che il Codice della crisi ha esteso alla s.r.l. sono «tutte regole proprie della s.p.a., non presenti nella disciplina originaria della s.r.l. e la cui introduzione chiaramente dimostra come il legislatore intenda estendere i principi fondamentali della *governance* della s.p.a. alla s.r.l.».

[263] Adottando questa visione, ci si potrebbe anche chiedere (osserva A. DENTAMARO, *Apertura della s.r.l. PMI tra divieto di rappresentazione delle quote ex art. 2468, comma 1, c.c. e tutela dell'investitore*, in M. IRRERA (a cura di), *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della Crisi. Studi in onore di Oreste Cagnasso*, Torino, 2020, 172) se sia sufficiente aver completato con successo un'offerta sui portali, oppure se, come avviene nella ben più dettagliata e rigorosa disciplina delle società per azioni, sia necessario raggiungere anche una determina "soglia di apertura" (o di flottante, si direbbe con riguardo alle s.p.a.).

[264] O. CAGNASSO, *La s.r.l. piccola e media impresa (P.M.I.)*, in C. IBBA, G. MARASÀ (a cura di), *Le società a responsabilità limitata*, vol. I, Milano, 2020, 105, ma, per un parziale correttivo dello stesso Autore a questa opinione, v. la nota che segue.

[265] M. CIAN, *S.r.l. PMI, s.r.l., s.p.a.: schemi argomentativi per una ricostruzione del sistema*, in *Rivista delle società*, 2018, 4, 850 s., secondo il quale il problema della mancanza nella s.r.l. di norme pensate in vista della compresenza di diverse categorie di soci «sembra piuttosto porsi (solo) quando la PMI in concreto emetta categorie di quote. E davvero l'effettivo ricorso a formule partecipative

Una volta delimitata la fattispecie di s.r.l. bisognosa di particolari aggiustamenti ermeneutici, ciò che ha richiesto maggiore sforzo alla dottrina – e che ha dato adito alle maggiori perplessità – è l'individuazione dei meccanismi per realizzare il "travaso" di disciplina da un tipo societario all'altro.

Sono state ipotizzate diverse interpretazioni correttive nel tentativo di rimediare al quadro distonico creato dall'introduzione di logiche "finanziarie" in una struttura normativa basata sulla "personalizzazione"[266] della partecipazione. Si è tentato di correggere tali distonie mediante il ricorso all'interpretazione estensiva, o a quella analogica[267], di norme della s.p.a. ordinaria, e in alcuni casi di quella quotata[268].

---

paraazionarie e la predisposizione di una struttura proprietaria evocante il modello finanziario caratteristico della s.p.a. introducono nella società un quadro di interessi che rimangono estranei alla disciplina comune di quest'ultima e a servizio dei quali è designata invece la disciplina della prima». Nello stesso senso, C. RINALDO, *La multiformità della s.r.l.*, in *Rivista delle società*, 2020, 5-6, 1530: «il punto di vera rottura rispetto agli schemi caratteristici della s.r.l. sia da riconoscere già a monte di un'eventuale negoziazione delle quote e a prescindere da questa. […] Ciò che rileva è la concreta adozione di una struttura proprietaria e di formule organizzative para-azionarie». Peraltro, anche O. CAGNASSO, *La s.r.l. piccola e media impresa (P.M.I.)*, cit., 105, nonostante ritenga che possa qualificarsi "aperta" solo la s.r.l. che abbia svolto un'offerta sui portali *online*, con le conseguenze che ne discendono in termini di applicabilità della disciplina della s.p.a., non nega che, quando una s.r.l., pur non offrendo al pubblico le proprie partecipazioni, abbia creato categorie di quote «standardizzate» per i soci-investitori, accanto a quelle «personalizzate» per i soci-imprenditori, sia necessario ricostruire la disciplina da applicare alle prime; e allora «alcune norme che offrono tutele molto accentuate, quali ad esempio quelle sui poteri di controllo, potrebbero essere derogate, tenuto conto della differente posizione dei soci». Per un'opinione che ritiene valide entrambe le posizioni descritte in questa nota e nella precedente, P. BENAZZO, *Categorie di quote, diritti di voto e governance della "nuovissima" s.r.l.: quale ruolo e quale spazio per la disciplina azionaria nella s.r.l.-PMI aperta?*, in *Rivista delle società*, 2018, 5-6, 1461, secondo il quale il problema dell'integrazione della disciplina della s.r.l. si pone nella s.r.l.-PMI che «alternativamente, (i) abbia in concreto operato un'offerta al pubblico e dunque una sollecitazione all'investimento, nelle diverse forme e secondo le diverse modalità […] che oggi l'ordinamento prevede; (ii) abbia statutariamente configurato le quote di partecipazione sociale, avvalendosi delle deroghe consentite dall'art. 26 del Decreto, secondo il modello azionario, attrezzandosi così a una prossima e agevole collocabilità sul mercato, senza tuttavia che la sollecitazione abbia ancora avuto luogo».

[266] Cfr., sulla "personalizzazione" della partecipazione sociale nella s.r.l., S. FORTUNATO, *La società a responsabilità limitata*, cit., 100.

[267] Ritengono preferibile il ricorso all'interpretazione estensiva: O. CAGNASSO, *La s.r.l. piccola e media impresa (P.M.I.)*, cit., 88 (anche in ID., *La s.r.l. «aperta»*, cit., 239), nonché P. BENAZZO, *Start-up e PMI innovative*, in *Digesto delle discipline privatistiche. Sezione commerciale*, Aggiornamento 2017, 488 ss. Propendono, invece, per l'interpretazione analogica: lo stesso P. BENAZZO, nella successiva opera *Categorie di quote*, cit., 1463 ss., mutando opinione rispetto al suo precedente scritto; M. CIAN, *S.r.l. PMI, s.r.l., s.p.a.*, cit., 853 s.; C. RINALDO, *La multiformità della s.r.l.*, cit., 1531; A. ABU AWWAD, *Quote di partecipazione, categorie di quote e diritti particolari*, in V. DONATIVI (a cura di), *Trattato delle società*, vol. III, Torino, 2022, 242 ss.; I. POLLASTRO, *Il voto condizionato nella società di capitali*, Milano, 2021, 230 ss.; M.C. DI MARTINO, *Tipico e transtipico nelle categorie speciali di quote delle s.r.l. p.m.i.*, in *Nuove leggi civili commentate*, 2019, 6, 1522, seppur riconoscendo le difficoltà insite in una simile operazione e che l'adeguamento della s.r.l. aperta alle esigenze scaturenti dall'ingresso di soci-investitori potrebbe avvenire anche in via statutaria. Con riferimento a quando la disciplina sulla finanziarizzazione della s.r.l. era prevista solo per le *start-up* innovative, ammettevano l'integrazione

La scelta del criterio interpretativo non è di poco conto: operare un'interpretazione estensiva significa presupporre l'esistenza di uno statuto normativo della società aperta al mercato, cioè di uno statuto normativo "transtipico" composto da norme che, pur dettate nell'ambito del tipo s.p.a., sarebbero applicabili a tutte le società che si rivolgono al mercato dei capitali. Una simile impostazione, però, si scontrerebbe sia con la completa assenza di elementi da cui si possa inferire la volontà del legislatore di creare un siffatto statuto transtipico della società aperta[269], sia, argomentando *a contrario*, con

analogica, pur con varie precisazioni, M. MALTONI, P. SPADA, *L'impresa start up innovativa costituita in società a responsabilità limitata*, in *Rivista del notariato*, 2013, 5, I, 1126 ss. Diversa la posizione di N. ABRIANI, *Struttura finanziaria, assetti proprietari e assetti organizzativi della società a responsabilità limitata P.M.I. "Que reste-t-il della s.r.l.?"*, Relazione presentata al IX Convegno Annuale dell'Associazione Orizzonti del Diritto Commerciale, Roma, 23-24 febbraio 2018, reperibile in *www.orizzontideldirittocommerciale.it*, 9, secondo il quale si può applicare analogicamente la disciplina delle s.p.a. per quanto riguarda le regole poste a tutela di interessi dei creditori sociali (come i limiti alle operazioni sulle proprie partecipazioni e all'assistenza finanziaria, di cui agli artt. 2357 ss.); mentre, in relazione alle regole che coinvolgono unicamente le posizioni dei soci e i rispettivi rapporti, saranno i soci a valutare se e in quale misura risulti opportuno un loro recepimento nell'atto costitutivo della società. Come è noto, la differenza tra interpretazione analogica ed estensiva, per chi li ritiene distinguibili (V. VELLUZZI, *Le preleggi e l'interpretazione. Un'introduzione critica*, Pisa, 2013, 92), consiste nel fatto che tramite l'analogia «viene attribuita a una fattispecie (astratta) non regolata la medesima conseguenza giuridica prevista da una norma che regola una fattispecie simile in maniera rilevante (e quindi dissimile in maniera irrilevante) a quella non regolata»; pertanto, l'analogia presuppone una lacuna, che viene colmata estendendo la conseguenza giuridica di una fattispecie regolata ad una fattispecie non regolata (*estensione integrativa*). Diversamente, tramite l'interpretazione estensiva «si determina un esito interpretativo diverso e più ampio rispetto a una interpretazione precedente dello stesso enunciato normativo»; in altri termini, il significato di una norma viene esteso affinché essa possa ricomprendere nel proprio alveo applicativo anche una fattispecie che altrimenti ne sarebbe stata esclusa (*estensione interpretativa*). Cfr. N. BOBBIO, *Teoria generale del diritto*, Torino, 1993, 268 s.

[268] O. CAGNASSO, *Il socio di s.r.l. privo del diritto di voto*, cit., 915; ID., *La s.r.l. «aperta»*, cit., 239, secondo il quale «la scelta […] non può che essere rivolta alla disciplina della s.p.a. ed, in particolare, a quella quotata».

[269] Non può essere, in realtà, del tutto esclusa l'esistenza di norme transtipiche, posto che la stessa giurisprudenza di legittimità – Cass. civ., 20 giugno 2018, n. 16291, in *Foro italiano*, 2018, 9, I, 2750, con nota di richiami; e in *Banca borsa titoli di credito*, 2020, 2, II, 199, con nota di N. RIVA – ha ritenuto che la norma sulla postergazione dei finanziamenti "anomali" dei soci di s.r.l. (art. 2467 c.c.) sia applicabile, mediante interpretazione estensiva o analogica, anche alle s.p.a., qualora i soci di questa si trovino «in posizione concreta simile a quelle dei soci finanziatori della s.r.l». In particolare, «l'identità di posizione 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 c.c.» (sull'estensione dell'art. 2467 alla s.p.a. v. meglio cap. II, par. 3, ove ulteriori riflessioni sul "metodo tipologico" applicato da questa sentenza). Inoltre (come osserva G. ZANARONE, *La s.r.l. A vent'anni dalla riforma*, cit., 733 *sub* nota 22) un'altra disposizione "trasversale" a diversi tipi è il divieto di patto leonino, che, previsto nella disciplina della società semplice (art. 2265 c.c.), è considerato, dalla dottrina e dalla giurisprudenza, una norma suscettibile di applicazione a tutti i tipi societari. In dottrina, v., per tutti, G.C.M. RIVOLTA, *Diritto delle società. Profili generali*, Torino, 2015, 221 s., ove diversi richiami di giurisprudenza, e, di recente, F. CADORIN, *Il divieto di patto leonino dopo il Codice della crisi, tra incentivi alla corretta gestione imprenditoriale e tutela del contraente debole*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2022, 1, I, 124; nella recente giurisprudenza v. Cass. civ., 10

la circostanza che il legislatore, laddove ha inteso applicare a tutti i tipi capitalistici una disciplina dettata nell'ambito della s.p.a., l'ha previsto espressamente[270] e, laddove ha ritenuto che la disciplina della s.r.l. necessitasse di norme identiche a quelle della s.p.a., vi ha provveduto con precisi rinvii[271]. Su un piano più ampio, poi, il ricorso all'interpretazione estensiva comporterebbe «il pericolo che un richiamo generalizzato al citato statuto normativo speciale comune, trans-tipico, della società aperta sia troppo esposto al rischio di arbitrarietà e al pericolo che dalla contaminazione dei tipi degeneri nella coincidenza dei tipi», così minando la stabilità del sistema fondato su tipi che il legislatore non ha in alcun modo – nemmeno con le riforme in materia di s.r.l. di cui qui si discute – lasciato intendere di voler abbandonare[272].

Maggiori adesioni ha invece raccolto l'idea di integrare la disciplina della s.r.l. mediante interpretazione analogica di norme della s.p.a. Anche questo percorso, però, si rivela non privo di asperità.

Un primo problema consiste nell'accertamento dell'esistenza di lacune nella disciplina della s.r.l. Una dottrina ritiene che le lacune siano generate dall'ingresso di «istituti prima non conosciuti e non ammessi dalla regolamentazione di diritto comune della s.r.l.»[273], quali sono la creazione di categorie di quote (a maggior ragione se prive del diritto di voto), l'offerta al pubblico delle partecipazioni e l'acquisto di proprie quote. L'art. 26 d.l. 179/2012, infatti, si limita a consentire alle s.r.l. di compiere queste operazioni, ma non ne detta una particolare disciplina[274]; diversamente, analoghe operazioni sono puntualmente disciplinate nel tipo s.p.a. con una serie di norme, tra cui le principali sono dettate dagli artt. 2351, commi 2 e 4; 2357, comma 1; 2358, comma 6;

---

maggio 2018, n. 17498, in *Banca borsa titoli di credito*, 2019, 1, II, 70, con nota di N. DE LUCA, *Il socio "leone". Il revirement della cassazione su opzioni put a prezzo definito e divieto del patto leonino*.

[270] È il caso della disciplina in materia di patti parasociali (art. 2341-*bis* c.c.) che, pur prevista nell'ambito della disciplina della s.p.a., è applicabile oltre che alle società per azioni anche alle «società che le controllano», quindi potenzialmente anche alla s.r.l. controllante (G. ZANARONE, *La s.r.l. A vent'anni dalla riforma*, cit., 607).

[271] Si pensi ai rinvii contenuti negli artt. 2463, comma 3, e 2477, comma 4, c.c. (P. BENAZZO, *Categorie di quote*, cit., 1464; G. ZANARONE, *La s.r.l. A vent'anni dalla riforma*, cit., 733).

[272] Così, P. BENAZZO, *Categorie di quote*, cit., 1464.

[273] Così, P. BENAZZO, *Categorie di quote*, cit., 1467. Nello stesso senso, O. CAGNASSO, *La s.r.l. piccola e media impresa (P.M.I.)*, cit., 94.

[274] Ad eccezione, ovviamente, dell'offerta al pubblico di quote, operazione che è disciplinata dalla normativa in materia di *crowdfunding*.

2376 c.c.[275] Tali norme, allora, secondo la dottrina in commento, sarebbero applicabili analogicamente alla s.r.l. che abbia compiuto le operazioni di cui all'art. 26 d.l.

[275] Trattasi di articoli che non trovano norme corrispondenti nell'ambito della disciplina della s.r.l. (G. ZANARONE, *La s.r.l. A vent'anni dalla riforma*, cit., 557):

- art. 2351, comma 2, c.c., ai sensi del quale il valore delle azioni senza diritto di voto o con voto limitato o condizionato non può nel complesso superare la metà del capitale sociale (favorevoli all'applicazione analogica: M. MALTONI, P. SPADA, *L'impresa start up innovativa*, cit., 1126 ss., ma solo se la s.r.l. è organizzata corporativamente, il che è da escludersi quando, ad esempio, «l'amministrazione [sia] commessa ad un socio o disgiuntamente a più soci nominati nell'atto costitutivo»; P. BENAZZO, *Categorie di quote*, cit., 1469 s.; 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, 2-3, 355 ss., seppur con una soluzione variamente articolata; E. FREGONARA, *L'equity based crowdfunding: un nuovo modello di finanziamento per la start up innovative*, in *Giurisprudenza italiana*, 2016, 10, 2296; invece, in senso contrario: S. FORTUNATO, *La società a responsabilità limitata*, cit., 119; O. CAGNASSO, *La s.r.l. piccola e media impresa (P.M.I.)*, cit., 116; S. CORSO, *S.R.L.-PMI aperte al mercato: scelte statutarie e diritti dei soci investitori*, in *Banca borsa titoli di credito*, 2019, 6, 892; S. GUIZZARDI, *L'impresa start up innovativa costituita in forma di s.r.l.*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2016, 4, I, 569; N. CIOCCA, A. GUACCERO, *La raccolta di capitale di rischio delle P.M.I. attraverso i canali tradizionali*, in O. CAGNASSO, A. MAMBRIANI (diretto da), *Start up e P.M.I. innovative*, Bologna, 2020, 850; M. CIAN, *S.r.l. PMI, s.r.l., s.p.a.*, cit., 854 s.; I. POLLASTRO, *Il voto condizionato*, cit., 90; C. RINALDO, *La multiformità della s.r.l.*, cit., 1543; A. MONTEVERDE, *Note minime sul voto dei soci nella s.r.l.*, in M. IRRERA (a cura di), *La società a responsabilità limitata*, cit., 1010 s.; CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, Massima n. 138, 13 Maggio 2014);

- art. 2351, comma 4, c.c., ai sensi del quale ciascuna azione a voto plurimo può attribuire fino a un massimo di dieci (non più tre, dopo la l. 21/2024) voti (favorevoli all'applicazione analogica: P. BENAZZO, *Categorie di quote*, cit., 1469 s.; invece, in senso contrario, S. FORTUNATO, *La società a responsabilità limitata*, cit., 119; O. CAGNASSO, *La s.r.l. piccola e media impresa (P.M.I.)*, cit., 116; S. CORSO, *S.R.L.-PMI aperte al mercato*, cit., 892; N. CIOCCA, A. GUACCERO, *La raccolta di capitale*, cit., 850; M. CIAN, *S.r.l. PMI, s.r.l., s.p.a.*, cit., 654 s.; I. POLLASTRO, *Il voto condizionato*, cit., 90; A. MONTEVERDE, *Note minime sul voto dei soci nella s.r.l.*, cit., 1011; CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, Massima n. 138, 13 Maggio 2014);

- artt. 2357, comma 1, e 2358, comma 6, c.c., ai sensi dei quali le s.p.a. possono acquistare azioni proprie o compiere altre operazioni sulle proprie partecipazioni solo nei limiti degli utili distribuibili e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio regolarmente approvato (favorevoli all'applicazione analogica: M. MALTONI, P. SPADA, *L'impresa start up innovativa*, cit., 1129 [ma vedi *infra* l'opinione diversa espressa da M. Maltoni in una successiva opera collettiva]; P. BENAZZO, *Categorie di quote*, cit., 1468; O. CAGNASSO, *La s.r.l. piccola e media impresa (P.M.I.)*, cit., 125; S. GUIZZARDI, *L'impresa start up innovativa*, cit., 570; CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, Massima n. 179, 27 Novembre 2018; invece, in senso contrario: M. MALTONI, A. RUOTOLO, D. BOGGIALI, *La nuova disciplina delle (PMI) società a responsabilità limitata*, Studio n. 101-2018/I, pubblicato il 1° giugno 2018, reperibile in *www.notariato.it*, 11; M. SCIUTO, *Le quote di partecipazione*, in C. IBBA, G. MARASÀ (a cura di), *Le società a responsabilità limitata*, vol. I, Milano, 2020, 513 ss.; P. AGSTNER, A. CAPIZZI, P. GIUDICI, *Business Angels, Venture Capital e la nuova s.r.l.*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, 2020, 2, 442 ss.);

- art. 2376 c.c. secondo il quale le deliberazioni dell'assemblea che pregiudicano i diritti di una delle categorie di azioni presenti nella società devono essere approvate anche dall'assemblea speciale degli appartenenti alla categoria interessata (favorevoli all'applicazione analogica: S. FORTUNATO, *La società a responsabilità limitata*, cit., 120; O. CAGNASSO, *La s.r.l. piccola e media impresa (P.M.I.)*, 109 s.; M. MALTONI, P. SPADA, *L'impresa start up innovativa*, cit., 1128; P. BENAZZO, *Categorie di quote*, cit., 1468; N. ABRIANI, *La struttura finanziaria*, cit., 523 s.; N. CIOCCA, A. GUACCERO, *La raccolta di capitale*, cit., 848; M. CIAN, *S.r.l. PMI, s.r.l., s.p.a.*, cit., 857; F. GUERRERA, *Le modificazioni dell'atto costitutivo*, in C. IBBA, G. MARASÀ (a cura di) *Le società a responsabilità limitata*, vol. II, Milano, 2020, 1526; M. SPERANZIN, *S.r.l. piccole-medie imprese tra autonomia statutaria*, cit., 354; S. CORSO, *S.R.L.-PMI aperte al mercato*, cit., 197 e 209; COMITATO NOTARILE DEL TRIVENETO, Orientamento I.N.11,

179/2012[276]: in tal caso, anche in una s.r.l. potrebbero riscontrarsi le medesime ragioni (*eadem ratio*) che giustificano la previsione delle summenzionate norme nella disciplina del tipo azionario (cioè la tutela dei creditori sociali e la salvaguardia della funzionalità della società)[277]. Ovviamente, per operare la descritta applicazione analogica, oltre ad accertare effettivamente l'esistenza delle eventuali lacune, si dovrebbe anche escludere che le norme in questione abbiano natura eccezionale[278].

Settembre 2018; CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, Massima n. 177, 27 Novembre 2018; invece, in senso contrario, P. AGSTNER, A. CAPIZZI, P. GIUDICI, *Business Angels*, cit., 428; 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 M. IRRERA (a cura di), *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della Crisi. Studi in onore di Oreste Cagnasso*, Torino, 2020, 115, che però demanda all'autonomia statutaria la scelta di istituire o meno le assemblee speciali; A. MONTEVERDE, *Note minime sul voto dei soci nella s.r.l.*, cit., 1011).

[276] Relativamente alla creazione di categorie di quote, ritenere applicabile l'art. 2351, comma 2, c.c., che prevede limiti alla creazione di categorie di azioni, significherebbe anche attribuire un maggiore senso alla lettera dell'art. 26, comma 2, d.l. 179/2012, laddove dispone che la s.r.l., una volta create tali quote di categoria, può liberamente determinarne il contenuto «nei limiti imposti dalla legge»: cfr. M. MALTONI, P. SPADA, *L'impresa start up innovativa*, cit., 1126 s.

[277] G. ZANARONE, *La s.r.l. A vent'anni dalla riforma*, cit., 558, che specifica come le regole menzionate nel testo avrebbero la funzione, da un lato, di «tutelare i creditori sociali contro l'emorragia di capitale sociale suscettibile di derivare da operazioni sulle proprie partecipazioni effettuate attingendo a quest'ultimo, o contro il *vulnus* al principio di corrispondenza fra potere e rischio che potrebbe provenire da un'eccessiva concentrazione del potere in capo ai titolari di partecipazioni a voto ordinario o addirittura a voto plurimo», e, dall'altro lato, di «salvaguardare la funzionalità della società preservandola dal rischio di paralisi rivenienti, in presenza di un numero potenzialmente elevato di soci, dal potere di veto che il principio unanimistico colloca anche in capo al socio marginale […]».

[278] Le suindicate norme della s.p.a., comportanti limiti quantitativi alla possibilità di acquistare proprie azioni o di creare azioni senza diritto di voto o a voto limitato o condizionato, potrebbero essere considerate non applicabili oltre i casi e i tempi in esse considerati (come dispone l'art. 14 prel.), qualora venissero giudicate come eccezionali rispetto a pretese regole generali come quelle di libera disponibilità del proprio patrimonio o della propria organizzazione da parte della società (così, G. ZANARONE, *La s.r.l. A vent'anni dalla riforma*, cit., 559). Nel senso di escludere l'estensione analogica dell'art. 2351, comma 2, c.c. alle categorie di quote di s.r.l., in ragione della natura eccezionale che tale norma possiede nell'ambito della disciplina della s.p.a., v. S. GUIZZARDI, *L'impresa start up innovativa*, cit., 569; CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, Massima n. 138, 13 Maggio 2014, ove l'affermazione che «si tratta […] di norme [*n.d.r.* l'art. 2351, commi 2 e 4], certamente inderogabili nelle s.p.a., che tuttavia pongono un limite di carattere eccezionale all'autonomia statutaria: i due divieti, infatti, rappresentano un'eccezione al principio della libera determinabilità dei diritti diversi delle categorie di azioni, ai sensi dell'art. 2348 c.c. (ove dispone che "la società, nei limiti imposti dalla legge, può liberamente determinare il contenuto delle azioni delle varie categorie")».

L'ipotesi ermeneutica che si è appena descritta, dunque, mediante interpretazione analogica, integra la disciplina della s.r.l. facendo ricorso ad istituti regolati nella s.p.a., per colmare quelle che sembrerebbero[279] porsi quali "lacune normative"[280]. Come si evince, si tratta di una soluzione interpretativa che, se anche fosse da accogliersi[281], comunque non offrirebbe adeguata risposta alle due esigenze individuate *supra*, cioè, da un lato, l'esigenza di tutelare i soci-investitori nella s.r.l. "aperta" e, dall'altro, l'esigenza di tutelare l'efficienza della società dinanzi agli abusi che questi soci potrebbero compiere.

Questi interessi, invece, potrebbero trovare maggiore tutela seguendo una seconda – e ancor più gravida di conseguenze – ipotesi interpretativa. Trattasi dell'ipotesi di estendere alla s.r.l. determinati profili della disciplina della s.p.a., in sostituzione o ad integrazione di disposizioni già esistenti nella disciplina della prima. Anche questa è un'operazione basata sul ragionamento analogico, ma porterebbe a risultati più rivoluzionari – e più forzati[282] – incidendo (come si dirà nel prossimo paragrafo), sulla

---

[279] La formula dubitativa è d'obbligo, poiché non si può dare per scontato che l'assenza, nella disciplina di una determinata operazione consentita alla s.r.l., di norme di dettaglio che nella s.p.a. disciplinano il compimento di un'operazione simile costituisca una lacuna rilevante per gli effetti di cui all'art. 12, comma 2, prel., e non sia, invece, il frutto di una scelta del legislatore. Sul tema, con riferimento al sistema antecedente alla riforma del diritto societario del 2003, v. le osservazioni di G.C.M. RIVOLTA, *La società a responsabilità limitata*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, già diretto da A. CICU, F. MESSINEO, e continuato da L. MENGONI, XXX, t. 1, Milano, 1982, 286, il quale, criticando coloro che intendevano applicare analogicamente alla s.r.l. istituti della s.p.a. nei casi di mancati richiami espressi a norme del tipo azionario, riteneva che tale approccio trascurasse il fatto che «la valutazione globale di ciascun istituto e della sua omogeneità o meno con il suo corrispondente istituto della società per azioni, non può fondarsi solo sulle statuizioni positive riferite alla nostra società, ma deve tener conto anche delle statuizioni negative consistenti nei mancati richiami di norme relative alla prima».

[280] Si utilizza l'espressione "lacuna normativa" per descrivere il caso in cui un determinato fenomeno risulti del tutto sprovvisto, e in maniera apparentemente non giustificata, di una disciplina (V. VELLUZZI, *Le preleggi e l'interpretazione*, cit., 86). Cfr. G. BARALIS, *La nuova società a responsabilità limitata: «hic manebimus optime». Spunti di riflessione sul problema delle lacune di disciplina*, in *Rivista del notariato*, 2004, 5, I, 1113, il quale, analizzando la disciplina della s.r.l. in seguito alla riforma del diritto societario del 2003, usa l'espressione "lacune in senso proprio" (contrapponendo tali lacune a quelle "ideologiche") per indicare i casi in cui si realizza una «carenza di regole che "deve" essere colmata perché abbia effettività una certa disciplina»: sarebbero, secondo l'Autore, tra l'altro, i casi di cui all'art. 2375, comma 2, c.c. e 2437-*bis* c.c. (articolo sulla cui applicabilità analogica v. anche A. BUSANI, *S.r.l. Il nuovo ordinamento dopo il d. lgs. 6/2003*, Milano, 2003, 374).

[281] La plausibilità dell'applicazione analogica alla s.r.l. "aperta" di alcune di queste norme dettate per la s.p.a. viene valutata nel cap. III, par. 4.2 e 5.1.

[282] Riconosce la potenziale "forzatura" interpretativa anche O. CAGNASSO, *La s.r.l. piccola e media impresa (P.M.I.)*, cit., 130, quando ipotizza che la disciplina dei controlli interni della s.r.l. possa essere plasmata in modo tale che ricalchi l'assetto dei controlli previsto per la s.p.a.

stessa tenuta del sistema societario italiano basato sui tipi e sull'autonomia della disciplina della s.r.l.

Tale interpretazione è proposta da chi ritiene che la s.r.l. "aperta" debba essere necessariamente dotata di un organo di controllo, a prescindere dal verificarsi delle condizioni di cui all'art. 2477 c.c.[283], e sia caratterizzata dalla compressione delle prerogative di *voice* del socio investitore (tra le altre, in particolare quella relativa al controllo individuale del socio *ex* art. 2476, comma 2, c.c.)[284], sulla falsariga di quanto avviene nel tipo azionario (quindi, nel caso del controllo individuale, eliminando questo diritto o eventualmente costringendolo nei limiti disegnati dall'art. 2422 c.c. per la s.p.a.)[285].

---

[283] Si tratta di un approdo interpretativo ipotizzato da diversi autori, ma sul quale ancora non si è giunti a una soluzione condivisa: v., con varietà di argomentazioni, P. BENAZZO, *Categorie di quote*, cit., 1466 e 1471 s.; M. CIAN, *S.r.l. PMI, s.r.l., s.p.a.*, cit., 854; A.D. SCANO, *Il "tipo"*, in C. IBBA, G. MARASÀ (a cura di), *Le società a responsabilità limitata*, vol. I, Milano, 2020, 80; P. SPOLAORE, *Struttura finanziaria della S.r.l. e raccolta dei capitali online*, in *Società*, 2024, 3, 310.

[284] Nel testo si menziona solo il diritto di controllo individuale *ex* art. 2476, comma 2, c.c. perché rappresenta la prerogativa di *voice* più penetrante e caratterizzante del tipo s.r.l., nonché connessa, in un certo qual modo, a molte delle altre prerogative, il proficuo esercizio delle quali dipende prioritariamente dalle informazioni di cui un socio dispone, e quindi dalla possibilità di esercitare un approfondito controllo sulla gestione (cfr. E. PEDERZINI, *La funzione di controllo interno*, cit., 432, 436; L. MIOTTO, *Sull'imprenditorialità minima del socio di s.r.l.*, in *Nuove leggi civili commentate*, 2021, 4, 844). Ciò non toglie che gli autori propensi all'estensione analogica di norme della s.p.a., anche quotata (tra tutti, O. CAGNASSO, *Il socio di s.r.l. privo del diritto di voto*, cit., 915 ss.), in sostituzione di norme della s.r.l., propongono di compiere questa operazione anche in relazione ad altre prerogative di *voice* del socio, tra cui: l'esercizio della denunzia "qualificata" al collegio sindacale (art. 2408, comma 2, c.c.), che sarebbe da escludere per i titolari di quote senza diritto di voto, in analogia con quanto è previsto dalla disciplina delle s.p.a. quotate per gli azionisti di risparmio (art. 145, comma 6, Tuf); nonché l'esercizio della denunzia al tribunale (art. 2409 c.c.) e dell'azione di responsabilità, con eventuale richiesta di revoca (art. 2476, commi 3 ss., c.c.), che sarebbero escluse per i quotisti senza voto, sempre in analogia con la preclusione prevista per gli azionisti di risparmio (art. 145, comma 6, Tuf), ma solo se la società sia dotata di un organo di controllo (come ritiene necessario chi aderisce a questa tesi). Sul controllo giudiziario, inoltre, v'è anche chi non esclude i provvedimenti di cui all'art. 2409 possano essere adottati su richiesta del pubblico ministero, in ragione del carattere "aperto" al mercato della s.r.l. [A. DENTAMARO, *Apertura della s.r.l. PMI*, cit., 187, in senso dubitativo; L. DE ANGELIS, *L'influenza della nuova disciplina dell'insolvenza sul diritto dell'impresa e delle società, con particolare riguardo alla s.r.l.*, in M. IRRERA (a cura di), *La società a responsabilità limitata*, cit., 558, con maggiore sicurezza]. Inoltre, secondo l'approccio qui descritto, i soci investitori privi del diritto di voto subirebbero una soppressione anche delle prerogative che sono, in un certo senso, connesse al diritto di voto, come il diritto di intervento e di impugnativa delle deliberazioni assembleari [nel senso che siano senz'altro da escludere tali diritti in capo ai soci senza voto, O. CAGNASSO, *La s.r.l. piccola e media impresa (P.M.I.)*, cit., 117 e 119, ID., *Il socio di s.r.l. privo del diritto di voto*, cit., 915, e P. BENAZZO, *Categorie di quote*, cit., 1470 s., (entrambi gli Autori, nell'ambito di una ricostruzione che ritiene necessaria la presenza dell'organo di controllo)]. Altri autori, invece, ritengono che la soppressione o compressione dei diritti ancillari a quello di voto possa avvenire, eventualmente, solo in via statutaria: il tema è trattato in cap. III, par. 5.2.

[285] La tesi più radicale secondo la quale alla "apertura" della s.r.l. consegue l'automatica soppressione del diritto di controllo individuale dei soci investitori (senza diritto di voto), controbilanciata però

Un simile approccio interpretativo – a differenza di quello sopra descritto, che mirava ad introdurre nella s.r.l. segmenti di disciplina in essa assenti – sembra presupporre l'esistenza di una "lacuna assiologica"[286] nella disciplina della s.r.l., poiché l'integrazione andrebbe ad incidere su aspetti, quali sono la struttura di *governance* e la definizione dei diritti dei soci, che nella s.r.l. sono già oggetto di attenzioni legislative[287].

Secondo questa impostazione, la disciplina codicistica delle prerogative di *voice* e dei controlli nella s.r.l. sarebbe da considerare «ingiusta»[288], inadatta a contemperare gli interessi dei soci-investitori, da un lato, e della società (e del suo gruppo di comando), dall'altro. Allora, l'interesse dei primi alla corretta gestione e all'attenuazione degli *agency problems* andrebbe assicurato mediante strumenti di eterotutela, come l'organo di controllo; l'interesse della società a preservare la propria funzionalità, invece, andrebbe protetto limitando la possibilità per i soci-investitori di esercitare i propri strumenti di autotutela, tra cui, in particolare, il diritto di controllo individuale.

Si tratterebbe, quindi, di operare un'interpretazione restrittiva di norme della s.r.l., al fine di dimostrare che esse sono state dettate solo per l'ipotesi di società "chiuse" e a compagine ristretta, composte da soci partecipi alla vita dell'organismo[289], e una

---

dall'istituzione dell'organo di controllo, è sostenuta in particolare da O. CAGNASSO, *La s.r.l. piccola e media impresa (P.M.I.)*, cit., 118; ID. *Il socio di s.r.l. privo del diritto di voto*, cit., 915 ss. Cfr. A.D. SCANO, *Il "tipo"*, cit., 80, che sembra alludere a questa ricostruzione come mera ipotesi. Altri autori, invece, si sono limitati a ritenere che il diritto di controllo possa essere statutariamente compresso o soppresso per determinate categorie di quote, in presenza dell'organo di controllo (da alcuni considerato come obbligatorio nelle s.r.l. "aperte" anche se, ai sensi dell'art. 2477 c.c., non sarebbero tenute ad istituirlo): il tema, con i relativi riferimenti bibliografici, viene trattato nel cap. III, par. 6.

[286] Con l'espressione "lacuna assiologica" si intende il caso in cui una determinata fattispecie sia già dotata di una propria disciplina, la quale, però, viene considerata non adeguata o non "giusta", generando quindi una lacuna che opera sul piano dei valori (V. VELLUZZI, *Le preleggi e l'interpretazione*, cit., 86, secondo il quale «il ragionamento analogico può avere un peso rilevante anche in tema di lacune assiologiche, almeno per quelle lacune assiologiche che nell'ordinamento italiano sono riconducibili al giudizio di legittimità costituzionale delle leggi *ex* art. 3, 1° comma, Cost.»). Sulle lacune assiologiche, v. anche R. GUASTINI, *Defettibilità, lacune assiologiche e interpretazione*, in *Revus*, 2010, 14, 57 (reperibile in *https://journals.openedition.org/revus*) e N. BOBBIO, *Teoria generale*, cit., 257.

[287] G. ZANARONE, *La s.r.l. A vent'anni dalla riforma*, cit., 734.

[288] Utilizzando le parole di R. GUASTINI, *Defettibilità, lacune assiologiche*, cit., 58, «ciò che manca è una norma soddisfacente o "giusta" e, più precisamente, una norma "differenziatrice", ossia una norma che disciplini diversamente una fattispecie che all'interprete appare diversa, cioè appunto meritevole di una disciplina distinta». Applicando questo concetto alla situazione della s.r.l. aperta, la fattispecie che all'interprete apparirebbe diversa rispetto a quella presa in considerazione dal codice civile, e quindi meritevole di una disciplina distinta, consiste nella convivenza di soci-imprenditori e soci-investitori.

[289] Si tratterebbe quindi di interpretare la disciplina dei controlli sulla gestione nella s.r.l. in maniera tale da ricercare «un esito interpretativo diverso e ridotto rispetto a una interpretazione precedente dello

contestuale selezione di norme della s.p.a. che, condividendo l'*eadem ratio*[290] con l'ipotesi non disciplinata nella s.r.l. (*rectius,* non più disciplinata in conseguenza dell'interpretazione restrittiva)[291], possono essere estese alla s.r.l.[292]

Mediante le due ipotesi di interpretazione analogica ora descritte – una rivolta a colmare lacune che sembrano essere "normative", l'altra invece lacune "assiologiche" – si tende a ricostruire lo statuto normativo della nuova s.r.l. "aperta" «per addizioni (da quello dedicato alle s.p.a.)». Peraltro, contestualmente, sarebbe possibile operare anche «per sottrazioni (dal *corpus* codicistico dedicato alle s.r.l.)»[293].

Le eventuali sottrazioni potrebbero essere realizzate mediante disapplicazioni mirate di norme che appaiono giustificate dalla logica "partecipativa" che permea la disciplina codicistica della s.r.l.; in particolare, disposizioni giustificate dal riconoscimento in capo ai soci di prerogative, come il diritto di controllo, mediante le quali è possibile accedere ad approfondite informazioni sullo stato della società e sulla sua gestione. Si fa riferimento alla norma che prevede la postergazione dei finanziamenti dei soci (art. 2467 c.c.) e a quella che prevede l'esclusione dei soci sub-acquirenti di titoli di debito dalla garanzia di solvenza della società prestata dagli investitori professionali che hanno sottoscritto tali titoli in sede di prima emissione (art. 2483 c.c.). Entrambe le norme potrebbero allora, secondo alcuni autori[294], essere considerate non applicabili a quei soci-investitori che, essendo estranei alle dinamiche di gestione, e non disponendo della stessa quantità di informazioni sulla società di cui invece dispongono i soci-

---

stesso enunciato» (così, V. VELLUZZI, *Le preleggi e l'interpretazione*, cit., 53, definisce l'interpretazione restrittiva).

[290] Cioè condividendo il medesimo «*need of protection*» (ovvero il bisogno di tutelare gli investitori o di assicurare condizioni di efficienza per la gestione societaria), usando l'espressione di G. PRESTI, *Vent'anni vissuti pericolosamente*, cit., 487.

[291] Cfr. C. ANGELICI, *Sulle lacune nel diritto delle società*, in *Società*, 2015, 11, 1252, ove l'affermazione che «l'interpretazione restrittiva di una disposizione può spesso servire per affermare una "lacuna" e così poi integrarla utilizzando analogicamente un'altra».

[292] Cfr. G. ZANARONE, *La s.r.l. A vent'anni dalla riforma*, cit., 608 s.

[293] Le espressioni riportate sono di M. CIAN, *Il tipo s.r.l.?*, in *Nuove leggi civili commentate*, 2021, 2, 309; nello stesso senso, A.D. SCANO, *Il "tipo"*, cit., 80.

[294] M. CIAN, *S.r.l. PMI, s.r.l., s.p.a.*, cit., 849 s.; A.D. SCANO, *Il "tipo"*, cit., 81; C. RINALDO, *La multiformità della s.r.l.*, cit., 1546 ss.; e, con riguardo all'art. 2467 c.c., 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, 5, 708 ss.; P. SPOLAORE, *Struttura finanziaria*, cit., 309.

imprenditori, sarebbero meritevoli di una tutela da parte dell'ordinamento[295]; tutela che, in questi casi, sarebbe prestata tramite la semplice disapplicazione delle norme (a cui conseguirebbe in automatico l'assenza, come avviene nella s.p.a., di una particolare regolazione dedicata ai finanziamenti dei soci e alle tutele conseguenti l'acquisto, da parte di essi, di obbligazioni).

3. Critica dell'ibridazione dei tipi societari. L'esigenza di certezza del diritto.

Le operazioni interpretative descritte nel paragrafo che precede non sono di scarso momento sul piano sistematico. Esse infatti sono capaci di rendere la s.r.l. un «ibrido» societario ancor più di quanto già non lo fosse diventata in seguito alla riforma del 2003, che ha consentito di plasmare questa società in una direzione più capitalistica o personalistica[296].

La fondamentale differenza tra questa connaturata caratteristica di "elasticità" del tipo e i descritti tentativi di realizzare innesti di disciplina risiede nel fatto che la prima – a differenza dei secondi – corrisponde alle espresse intenzioni del legislatore della riforma del 2003[297]. Diversamente, il travaso nella s.r.l. di regole tratte dalla disciplina

[295] La ragione di una specifica disciplina riservati ai soci, sia nell'ipotesi del sub-acquisto di titoli di credito, sia in quella dei finanziamenti "anomali", risiede nella circostanza che i soci di s.r.l. dispongono di tutti i mezzi, compresi i poteri di informativa di cui all'art. 2476, comma 2, c.c., per comprendere e seguire la situazione patrimoniale, economica e finanziaria della società a cui partecipano (S. FORTUNATO, *La società a responsabilità limitata*, cit., 86 e 94; N. BACCETTI, *Informazione e postergazione*, cit., 696 ss.). Pertanto, come osserva M. CIAN, *S.r.l. PMI, s.r.l., s.p.a.*, cit., 850 *sub* nota 57, il ragionamento descritto nel testo relativamente agli artt. 2467 e 2483 c.c. potrebbe estendersi anche alla disposizione di cui all'art. 2476, penultimo comma, che, quindi, diverrebbe inapplicabile ai soci-investitori; tuttavia, sul piano pratico, un simile problema non sembra porsi, poiché risulta difficile ipotizzare che i soci-investitori siano effettivamente coinvolti nella gestione, e quindi anche nell'operazione gestionale dannosa da cui la disposizione citata fa discendere la loro responsabilità solidale con gli amministratori.

[296] O. CAGNASSO, *La s.r.l. piccola e media impresa (P.M.I.)*, cit., 106 s., descrive la s.r.l. come un «ibrido» sotto almeno tre profili: all'indomani della riforma del 2003 essa si presentava come un ibrido nel senso che la sua disciplina poteva essere plasmata in direzione capitalistica o personalistica (e a tal proposito di «ibrido tipologico» parla anche E. PEDERZINI, *Le società a responsabilità limitata e le sfide del mercato*, in *Trento student law review*, 2018, vol. 1, 106); ora si presenta come un ibrido nel senso che la sua disciplina può essere integrata mediante innesti di norme tratte dalla s.p.a.; inoltre, costituisce un ibrido anche sul piano endosocietario poiché, anche qualora ospitasse soci con quote "finanziarie", presuppone comunque la presenza al suo interno di almeno una o più quote "personalizzate", a socialità piena (opinione quest'ultima condivisa, tra gli altri, da M. CIAN, *S.r.l. PMI, s.r.l., s.p.a.*, cit., 841 ss.; P. BENAZZO, *Start-up e PMI innovative*, cit., 486).

[297] È la stessa Relazione illustrativa al d.lgs. 17 gennaio 2003 n. 6 a spiegare che l'intenzione perseguita era quella di «offrire agli operatori economici uno strumento caratterizzato da una significativa ed accentuata elasticità».

della s.p.a. si svolge in assenza di chiare indicazioni legislative[298]. Né a tal fine può considerarsi sufficiente la circostanza che il Codice della crisi abbia esteso alcune norme della s.p.a. alla s.r.l. Ciò per due ragioni: da un lato, come si è detto, questo avvicinamento tra i due tipi è motivato da esigenze diverse da quelle che sorgono nella s.r.l. che accoglie nella propria compagine soci-investitori, dall'altro, gli innesti operati dal Codice della crisi potrebbero rappresentare, al contrario di ciò che si vorrebbe dimostrare, proprio la prova del fatto che sia necessario l'intervento del legislatore per apportare modifiche che incidono su aspetti fondamentali del sistema per tipi su cui è basato il diritto societario[299].

Oltre a questa considerazione preliminare, la prospettiva del ricorso all'integrazione analogica si presta a una serie di altre critiche, prima di esporre le quali è però opportuno compiere alcune precisazioni. La possibilità di integrare la disciplina di un tipo societario mediante l'applicazione analogica di norme tratte dalla disciplina di un altro tipo non può essere aprioristicamente esclusa, posto che l'analogia rappresenta uno strumento di auto-integrazione dell'ordinamento giuridico[300] il cui utilizzo, per quanto spesso problematico, è, al ricorrere di una lacuna, espressamente imposto dalla legge (art. 12 disp. prel. c.c.)[301]. Sulla possibilità di integrare la (più scarna) disciplina della s.r.l. con quella (più ricca) della s.p.a. si sono interrogati diversi autori, sia nel sistema previgente rispetto alla riforma del diritto societario del 2003, sia in quello ad essa successivo[302]. Si tratta di una questione che non può ricevere una risposta di carattere

[298] M. SCIUTO, *Le quote di partecipazione*, cit., 547.

[299] A. DENTAMARO, *Apertura della s.r.l. PMI*, cit., 184.

[300] Cfr. N. BOBBIO, *Teoria generale del diritto*, cit., 1142.

[301] Cfr. A.D. SCANO, *La «parola» e il «silenzio»: contributo allo studio delle lacune nella disciplina delle società a responsabilità limitata*, in *Rivista delle società*, 2021, 5-6, 1142. In giurisprudenza, v. Trib. Napoli, 10 febbraio 2005, in *Giurisprudenza commerciale*, 2007, 2, II, 459, con nota di A. POZZI: «l'aver creato, da parte del legislatore, un modello autonomo di s.r.l. rispetto alla s.p.a., non implica necessariamente il divieto di interpretazione analogica per supplire ad un vuoto normativo ed evitare il conseguente grave pregiudizio per i diritti degli interessati».

[302] Tra gli altri, v. G. BARALIS, *La nuova società a responsabilità limitata: «hic manebimus optime». Spunti di riflessione sul problema delle lacune di disciplina*, in *Rivista del notariato*, 2004, 5, I, 1099; G. ZANARONE, *Il «tipo» s.r.l. e la ricostruzione della disciplina*, in F. GALGANO (diretto da), *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, vol. 8, Padova, 1985, 164; ID., *Della società a responsabilità limitata*, in *Il Codice civile. Commentario*, fondato da P. SCHLESINGER e diretta da F.D. BUSNELLI, Tomo I, Milano, 2010, 26 ss.; C. ANGELICI, *Sulle lacune*, cit., 1251; F. VELLA, *I "vuoti e i pieni" della s.r.l.*, in M. CERA, P.F. MONDINI, G. PRESTI (a cura di), *La riforma del diritto societario nella "giurisprudenza delle imprese"*, Milano, 2017, 199; P. PISCITELLO, *Considerazioni sulla gestione della*

generale (nel senso di ammettere o escludere in ogni caso l'analogia tra le discipline di diversi tipi societari), richiedendo un'analisi caso per caso[303]. Tale analisi è necessaria non solo per rintracciare la norma utile da applicare analogicamente alla s.r.l. (il *consequens*), ma anche, a monte, per valutare l'esistenza, o meno, di una lacuna (l'*antecedens*)[304]. Con riguardo alle lacune, nel paragrafo che precede si sono distinte: *a)* le ipotesi in cui l'individuazione di una lacuna potrebbe essere giustificata dal fatto che determinate operazioni (come la creazione di categorie di quote) consentite alla s.r.l. non dispongono di una disciplina tanto dettagliata quanto quella prevista per operazioni analoghe nell'ambito della s.p.a. (nell'esempio, la creazione di categorie di azioni); *b)* dall'ipotesi in cui la "lacuna" viene generata a fronte della disapplicazione (o dell'interpretazione restrittiva) di una disposizione invero sussistente nella disciplina della s.r.l., cui consegue un "vuoto" colmato poi con l'applicazione di una disposizione in materia di s.p.a. (come avverrebbe privando i soci-investitori di s.r.l. del diritto di controllo e imponendo l'istituzione dell'organo di controllo). La seconda modalità risulta, certamente, più problematica.

All'ipotesi indicata *sub b)* si riferiscono le riflessioni di seguito esposte; invece, le ipotesi indicate *sub a)* – comunque non esenti da criticità[305] – sono singolarmente prese in considerazione (almeno quelle di interesse ai fini della presente indagine) nel capitolo III, nell'ambito della trattazione del profilo della s.r.l. "aperta" di volta in volta rilevante[306].

---

s.r.l. nella "giurisprudenza delle imprese, in M. CERA, P.F. MONDINI, G. PRESTI (a cura di), cit., 203; A.D. SCANO, *La «parola» e il «silenzio»*, cit.

[303] Cfr. G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, cit., 29; A. POZZI, *La convocazione dell'assemblea su richiesta dei soci e le lacune normative nella disciplina della società a responsabilità limitata*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2007, 2, II, 465.

[304] A.D. SCANO, *La «parola» e il «silenzio»*, cit., 1144.

[305] Che la disciplina dei nuovi istituti introdotti nella s.r.l. (come le categorie di quote) debba necessariamente essere integrata dalle norme dettate per i corrispondenti istituti della s.p.a. non è una soluzione scontata, non potendosi intendere ogni "silenzio" del legislatore necessariamente come una lacuna. Sui diversi tipi di "silenzi" del legislatore, v. A.D. SCANO, *La «parola» e il «silenzio»*, cit., 1122. Nel senso che non ogni mancato richiamo a norme della s.p.a. debba essere inteso come una lacuna da colmare mediante analogia, v., con riferimento al sistema antecedente rispetto alla riforma del diritto societario del 2003, G.C.M. RIVOLTA, *La società a responsabilità limitata*, cit., 286.

[306] Nel cap. III, v. sull'art. 2351, commi 2 e 4, c.c., il par. 5.1; sull'art. 2376 c.c., il par. 4.2. Inoltre, nell'ambito del Capitolo III vengono prese in considerazione anche ulteriori eventuali ipotesi di applicazione analogica della disciplina della s.p.a. alla s.r.l. "aperta": v., in particolare, il par. 11.1.

Anzitutto – con un osservazione invero valida anche per le ipotesi *sub a)* – è inevitabile notare l'assenza di simmetria generata dal fatto che le regole della s.p.a. che si intende trapiantare nella s.r.l. "aperta", in ragione della sua proiezione al mercato, sono prevalentemente tratte dalla disciplina della s.p.a. "chiusa", che non è soggetta alle dinamiche di mercato[307]. La simmetria si ristabilirebbe solo se si considera la creazione di quote diversificate, e non l'offerta di quote a sottoscrittori indefiniti, come presupposto per l'integrazione analogica[308].

Inoltre, l'ipotesi di interpretazione analogica qui criticata si scontra con la chiara volontà del legislatore di esonerare alcune s.r.l. dall'obbligo di istituire l'organo di controllo[309]. A tal riguardo, sul piano pratico, si consideri che quelle operazioni interpretative potrebbero dar luogo a un'eterogenesi dei fini, allontanando le PMI dai canali alternativi di finanziamento a cui le si vorrebbe avvicinare. Infatti, le deroghe concesse dall'art. 26 d.l. 179/2012 devono essere considerate non isolatamente, bensì calate nell'ambito dei moti legislativi europei e nazionali (descritti nel capitolo I) che, soprattutto nell'ultimo quindicennio, hanno mirato a sostenere la nascita e la crescita delle imprese minori, sia nell'ottica del superamento della crisi del 2008 (e più di recente di quella pandemica), sia nell'ottica di favorire la creazione della *Capital Market Union*[310]. Il *favor* mostrato per questa categoria di imprese, trasversale ai tipi societari, giustifica la previsione dei regimi agevolativi di cui esse godono in diversi campi (tra cui, oltre a quello dell'accesso alla finanza alternativa, anche quello fiscale e quello della partecipazione alle procedure di evidenza pubblica[311]). Allora, ipotizzare che una s.r.l.-PMI, o addirittura una s.r.l.-microimpresa, debba essere obbligata, per accedere al *crowdfunding*, a istituire un organo di controllo potrebbe essere controproducente, poiché frustrerebbe l'obiettivo di incentivare queste imprese a fare ricorso a quello strumento[312]. In molti casi, infatti, l'onere di istituire dei controlli

[307] G. ZANARONE, *La s.r.l. A vent'anni dalla riforma*, cit., 606.

[308] M. CIAN, *S.r.l. PMI, s.r.l., s.p.a.*, cit., 850 ss.

[309] Il tema è approfondito nel cap. III, par. 7.1. L'osservazione esposta nel testo è condivisa dalla stessa dottrina propensa ad integrare analogicamente la disciplina della s.r.l.: v. O. CAGNASSO, *La s.r.l. piccola e media impresa (P.M.I.)*, cit., 129 s.

[310] Cfr. il Considerando 3 del Regolamento UE 2020/1503; v. *infra*, par. 6.2.

[311] V. cap. I, par. 1.

[312] Ci si potrebbe chiedere quale sia il senso, dopo aver costruito un complesso sistema di deroghe alla disciplina codicistica per aiutare le piccole s.r.l. a raccogliere capitali, di obbligare queste società a

interni comporterebbe costi tali da disincentivare la raccolta di capitali sui portali e quindi frenare la capitalizzazione delle PMI[313] (e, a riprova della serietà del problema, non sarebbe la prima volta che ciò accade)[314]. D'altro canto, la tutela degli investitori non si esplica solo sul piano della *governance* societaria, ma anche su quello dell'informazione. A tal proposito, la tutela informativa pre-investimento – almeno quando non si tratti di *start-up* innovative neo-costituite e quindi prive di *track record* e affidabili documenti contabili[315] – sembra non essere trascurata dalla disciplina del *crowdfunding*[316], al punto da aver talvolta suscitato la preoccupazione che una sua eccessiva regolamentazione possa comportare costi insostenibili per le PMI,

---

strutturarsi come una s.p.a., quando sarebbe stato molto più semplice consentire l'uso del *crowdfunding* esclusivamente al tipo azionario, in modo tale che le s.r.l. interessate ad usarlo sarebbero state indotte a trasformarsi. E non si tratterebbe di una soluzione così anomala, se si considera che in Francia il *crowdfunding*, ovviamente applicabile alle *societé anonyme* (il tipo corrispondente alla s.p.a.), è stato sì esteso, in via derogatoria, a società a cui sarebbe precluso rivolgersi al mercato, ma non alla *société à responsabilité limité* (corrispondente alla s.r.l.), bensì solo alla *société par actions simplifiée*, la cosiddetta s.p.a. semplificata (cfr. S. ROSSI, *Crowdfunding en Europe etude des models français en italien*, in *Nuovo diritto delle società*, 2015, 15, 62; P. SPOLAORE, *S.r.l. e offerta al "pubblico" di partecipazioni sociali*, Milano, 2022, 16 s.). La stessa Relazione al d.l. 179/2012 mostra consapevolezza del problema, quando afferma che «il divieto di far ricorso al pubblico risparmio costituisce […] un forte limite allo sviluppo di *start-up* che non dispongono, nella loro fase iniziale, di una dotazione di capitale sufficiente per costituirsi in forma di s.p.a. […], o che intendono crescere senza doversi necessariamente trasformare in s.p.a».

[313] Il problema non è affatto nuovo, dato che si presenta anche con riguardo all'accesso ai mercati regolamentati tradizionali, dal quale le imprese potrebbero essere dissuase a causa del «fardello regolamentare», con i relativi costi, che ne deriva: «da qui la scelta, forse non del tutto insensata, del nostro legislatore di favorire l'accesso delle PMI innovative [*n.d.r.* ora di tutte le PMI] a forme di raccolta dei capitali che non necessariamente passano attraverso la quotazione dei loro titoli in mercati regolamentati» (G. OLIVIERI, *Alle origini della società della società aperta*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2019, 2, 638 s., che nota come i dati circa la convenienza di quotarsi in borsa siano poco confortanti, alla luce del fatto che il numero di società quotate in Italia è rimasto sostanzialmente immutato nel periodo compreso tra il 1999 e il 2019, cioè nel primo ventennio di vigenza del Tuf). D'altronde, per ovviare al problema dei costi e incentivare la quotazione delle imprese minori, sono stati creati anche i Mercati di crescita per le PMI (sui quali v. cap. III, par. 12).

[314] Si fa riferimento ad una vecchia formulazione dell'art. 2477 c.c. che, imponendo alle s.r.l. di istituire un organo di controllo quando il capitale sociale avesse superato il capitale minimo delle s.p.a. (allora 120.000 euro), aveva fortemente disincentivato la capitalizzazione delle s.r.l. di minori dimensioni, portando alla «folkloristica» proliferazione di esemplari dotati di capitale sociale determinato in 119.000 euro (N. ABRIANI, *I controlli*, in C. IBBA, G. MARASÀ (a cura di), *Le società a responsabilità limitata*, vol. II, Milano, 2020, 1992).

[315] V. cap. III, par. 2.

[316] G. ZANARONE, *La s.r.l. A vent'anni dalla riforma*, cit., 518; A. DENTAMARO, *Apertura della s.r.l. PMI*, cit., 187 s.; F. VELLA, *Equity crowdfunding, sistemi di negoziazione e mercati regolamentati*, in P. MONTALENTI, M. NOTARI (a cura di) *Società a responsabilità limitata, piccola e media impresa, mercati finanziari: un mondo nuovo?*, Milano, 2020, 138. Tuttavia, sui limiti della tutela informativa nel *crowdfunding*, v. cap. III, par. 2. Sulle diverse tutele offerte ai *crowdinvestor* v. *infra*, par. 6.

dissuadendo dal ricorso a questo strumento di finanza alternativa[317], teoricamente nato con la filosofia dello scambio di denaro rapido, semplice e a basso costo[318]. Allora, essendo i costi per lo svolgimento dell'offerta già di per sé non trascurabili per le piccole imprese[319], la scelta di applicare analogicamente alle s.r.l. "aperte" la disciplina

[317] M. MOZZARELLI, *L'equity crowdfunding in Italia. Dati empirici, rischi, strategie*, in *Banca borsa titoli di credito*, 2019, 5, I, 663: «Una regolamentazione efficace deve pertanto proporre soluzioni sostenibili per gli offerenti (e più in generale per il mercato) che siano al contempo idonee a conservare la fiducia degli investitori. Si tratta di un problema che, in termini generali, caratterizza qualsiasi investimento, ma che in questo particolare segmento è esacerbato dalla natura dell'impresa finanziata»; G. FERRARINI, *I costi dell'informazione societaria per le PMI: mercati alternativi, crowdfunding e mercati privati*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2013, 1, 210 ss.; E. PEDERZINI, F. DE GOTTARDO, *Incentivi e ostacoli al finanziamento delle PMI s.r.l. sui mercati dei capitali*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2022, 2, I, 297 s. e 308; D.U. SANTOSUOSSO, *Il ruolo delle società a responsabilità limitata nel diritto europeo: quadro comparatistico e prospettive evolutive*, in *Rivista di diritto societario*, 2020, 4, I, 933 ss.; B. MELE, *In tema di qualità dell'informazione del sottoscrittore di quote di categoria nell'equity crowdfunding*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2020, 5, I, 997; nonché, F. CAPRIGLIONE, *Brevi note sul crowdfunding*, in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, 2023, 2, I, 128 s. Sull'argomento v. anche l'autorevole opinione di Renzo Costi (R. COSTI, L. ENRIQUES, F. VELLA, *Diritto commerciale. Una conversazione*, Bologna, 2019, 127) che, in risposta a una domanda sull'opportunità, nella regolamentazione delle piattaforme di *crowdfunding*, di guardare più alle esigenze di raccolta delle imprese o a quelle di tutela degli investitori, osserva che «la disciplina introdotta nel nostro ordinamento si preoccupa soprattutto della tutela degli investitori, imponendo limiti abbastanza stringenti per l'esercizio della relativa attività [*n.d.r.* l'attività di gestione delle piattaforme]. Le esigenze di raccolta delle imprese si tengono presenti nel momento in cui si disciplina la raccolta in termini tali da non pregiudicare l'utilizzabilità dello strumento».

[318] L'ideale semplicità ed economicità del *crowdfunding* poggia sull'illusorio mito della disintermediazione nella circolazione della ricchezza che esso realizzerebbe grazie al fatto che i portali *online* consentono l'incontro diretto di persone fisiche. Tuttavia, tale mito si dimostra solo una ricostruzione semplicistica del fenomeno ed è destinato a scontrarsi con la più che articolata disciplina che il legislatore nazionale ed europeo gli ha dedicato (D. COLONNELLO, E.R. IANNACCONE, G. MOLLO, M. ONZA, *Piccole e medie imprese e finanziamento del progetto imprenditoriale: una ricerca per un nuovo tipo di emittente*, CONSOB – *Quaderni giuridici*, n. 24, giugno 2022, 19 ss.; U. MINNECI, *Sviluppi normativi in tema di piattaforme di crowdfunding*, in L. AMMANNATI, A. CANEPA (a cura di), *La finanza nell'età degli algoritmi*, Torino, 2023, 88). Diversi autori hanno osservato che l'iper-regolamentazione del *crowdfunding* rischia di limitare lo sviluppo di questo strumento (v. opere citate nella nota precedente): con riguardo alla previgente disciplina italiana dell'attività di (pur peculiare) intermediazione che è svolta dai gestori dei portali, v. L. ENRIQUES, *La disciplina italiana uccide il crowdfunding nella culla?*, in G.D. MOSCO (a cura di), *Aspetti giuridici del crowdfunding*, Roma, 2013, 72, secondo il quale il legislatore italiano e la Consob avevano «"alzato l'asticella" rispetto agli interventi minimi che sarebbero stati necessari per favorire l'accesso all'attività di gestione di portali a soggetti specializzati».

[319] E. PEDERZINI, F. DE GOTTARDO, *Incentivi e ostacoli*, cit., 296 s., ove l'osservazione che un'offerta sui portali comporta per le PMI costi di breve periodo notevolmente più elevati rispetto al credito bancario, essendo quasi imprescindibile avvalersi di consulenti esterni per pianificare l'operazione e predisporre i documenti informativi necessari per l'ammissione sui portali. Pertanto, la nuova modalità di finanziamento risulta particolarmente congeniale per le imprese di medie dimensioni e già dotate di una struttura finanziaria abbastanza solida, nonché di un almeno minimo *track record*.

dei controlli prevista per le s.p.a., gravando le prime dell'onere di istituire un organo di controllo[320], potrebbe minare la realizzazione degli obiettivi del legislatore.

Un altro aspetto critico della descritta ipotesi di interpretazione analogica consiste nel fatto che essa sembra presupporre che le deroghe alla disciplina codicistica della s.r.l. siano state adottate esclusivamente nell'ottica di coinvolgere nell'investimento in PMI soggetti con le caratteristiche dell'investitore *retail* "razionalmente apatico". Soggetti particolarmente deboli che, non potendo trattare sul contenuto della propria quota e sui propri poteri all'interno della società, avrebbero necessariamente bisogno di eterotutela (e quindi della presenza di un organo di controllo anche nelle s.r.l. che non sono tenute ad istituirlo); inoltre, soggetti disinteressati alla gestione della società, che assumono esclusivamente il ruolo di soci-investitori (e quindi che, in ipotesi patologiche, potrebbero utilizzare le prerogative di cui dispongono individualmente in modo disfunzionale per l'organismo societario)[321]. Questa lettura trascura almeno due elementi: il primo è che i *crowdinvestor* entrati nelle piccole società tramite i portali *online* talvolta mostrano, a differenza dei soci-investitori nelle grandi società aperte, un'inaspettata propensione ad interessarsi degli affari sociali (o meglio, degli sviluppi del "progetto" che hanno finanziato)[322]; il secondo è che la suddetta disciplina derogatoria non è finalizzata solo a facilitare per le PMI la raccolta di capitali presso il pubblico indifferenziato dei *crowdinvestor*, ma anche – e, secondo una dottrina, soprattutto[323] – a facilitare la possibilità di attirare l'interesse di investitori professionali

[320] Non si può trascurare che la funzione della disciplina speciale del *crowdfunding* è proprio quella di ampliare le modalità di afflusso di capitali che le imprese minori hanno a disposizione, senza che ad esse debba applicarsi il gravoso regime normativo delle società quotate (P. SPOLAORE, *S.r.l. e offerta al "pubblico"*, cit., 2022, 25). Per uno spunto di analogo tenore, v. anche le conclusioni di S. ROSSI, *S.r.l.-P.M.I.: disciplina del capitale e tipologia delle società*, in *Rivista di diritto societario*, 2019, 3, I, 539. Inoltre, è lo stesso Regolamento UE 2020/1503, che detta la disciplina del *crowdfunding*, a mostrare particolare attenzione al tema dei costi delle offerte sui portali: v., ad esempio, il Considerando 54: «Per garantire alle *start-up* e alle PMI un accesso agevole e rapido ai mercati dei capitali, ridurne i costi di finanziamento ed evitare ritardi e costi per i fornitori di servizi di *crowdfunding*, per la scheda contenente le informazioni chiave sull'investimento non dovrebbe sussistere l'obbligo di approvazione da parte di un'autorità competente».

[321] Cfr. G. ZANARONE, *La s.r.l. A vent'anni dalla riforma*, cit., 609 s.

[322] S. CORSO, *Le s.r.l. "aperte" al mercato tra governance societaria e diritti dei soci investitori*, Milano, 2021, 123 ss.; P. SPOLAORE, *S.r.l. e offerta al "pubblico"*, cit., 80 ss. Sulla natura *sui generis* del socio-*crowdinvestor*, v. cap. III, par. 2, 2.1.

[323] P. AGSTNER, A. CAPIZZI, P. GIUDICI, *Business Angels*, cit., 357: «I nostri interpreti hanno subito individuato i punti di attrito creati dall'innesto della nuova sulla vecchia disciplina; tuttavia, […] essi hanno concentrato la propria analisi interamente sul tema del *crowdfunding*, dimenticandosi del *venture*

come fondi di *venture capital* e *business angel*. Questi soggetti, che hanno una spiccata propensione all'attivismo e, ovviamente, non condividono le medesime esigenze di tutela degli investitori *retail*, possono entrare nel capitale delle PMI sia aderendo alle campagne di *crowdfunding* (ipotesi più marginale, ma non da escludere)[324], sia mediante contrattazione privata (ipotesi per la quale risulta particolarmente congeniale la facoltà di creare categorie di quote)[325]. Pertanto, secondo questa dottrina, il tentativo di ricostruire la disciplina della nuova s.r.l. "finanziarizzata" esclusivamente alla luce del *crowdfunding* e delle esigenze di tutela dei piccoli investitori-*crowdfunder* può apparire forzato e "castrante" nei confronti di istituti suscettibili di avere applicazioni ben più vaste.

Su un piano più ampio, ulteriore aspetto critico dell'ipotizzata sostituzione di regole della s.r.l. con altre dettate per la s.p.a. consiste, come larga parte della dottrina ha rilevato, negli effetti che tale interpretazione analogica può produrre sul sistema del diritto societario e sulla certezza del diritto[326]. Nonostante la riforma del 2003 abbia dettato una disciplina della s.r.l. particolarmente "destrutturata" e le recenti riforme abbiano ulteriormente inciso su alcuni capisaldi di questa società, il legislatore non ha inteso abbandonare il sistema basato sui tipi legali. I modelli in cui le società di capitali possono essere plasmate[327] hanno acquisito un'importanza senz'altro notevole, anche in

---

capital. La circostanza che la disciplina della *startup* innovativa sia stata introdotta insieme a quella del c.d. *equity crowdfunding* ha spinto a pensare – a nostro parere in maniera ingiustificata – che l'intervento legislativo fosse funzionale al solo finanziamento via *crowdfunding* delle *startup*».

[324] S. CORSO, *Le s.r.l. "aperte" al mercato*, cit., 107 ss. Inoltre, gli investitori professionali si giovano delle campagne di *crowdfunding* anche indirettamente, poiché la buona riuscita di una raccolta sui portali può essere intesa come un indice di apprezzamento per l'iniziativa da parte del mercato e quindi può indurre *venture capitalists* e *business angels* ad investire successivamente su una società (per un'ampia trattazione dell'argomento, D.M. IBRAHIM, *Crowdfunding signals*, in *Georgia Law Review*, 2018, vol. 53, 1, 197, reperibile in *www.ssrn.com*).

[325] S. CORSO, *Le s.r.l. "aperte" al mercato*, cit., 185 ss.

[326] M. SCIUTO, *Le quote di partecipazione*, cit., 547; A. CETRA, *Le s.r.l.-PMI: disciplina legale e autonomia statutaria*, in *Banca borsa titoli di credito*, 2020, 6, 826 ss.; G. ZANARONE, *La s.r.l. A vent'anni dalla riforma*, cit., 610; ID., *La società a responsabilità limitata. Un modello "senza qualità"? (un ideale dialogo con Oreste Cagnasso)*, in M. IRRERA (a cura di), *La società a responsabilità limitata*, cit., 13; E. GINEVRA, *Le società di capitali "aperte", tra codice civile e T.u.f.*, in *Banca borsa titoli di credito*, 2022, 6, 893 e 895; G. PRESTI, *Vent'anni vissuti pericolosamente*, cit., 487 ss.; E. PEDERZINI, *La funzione di controllo interno*, cit., 445; P. SPOLAORE, *S.r.l. e offerta al "pubblico"*, cit., 26; D. COLONNELLO, E.R. IANNACCONE, G. MOLLO, M. ONZA, *Piccole e medie imprese*, cit., 46; N. BACCETTI, *Informazione e postergazione*, cit., 712; F. BRIZZI, *S.r.l. PMI e offerta al pubblico di quote di partecipazione*, Torino, 2022, 276.

[327] Si pensi sia alle s.p.a., che possono essere chiuse, con azioni diffuse o quotate, sia alle s.r.l., che possono presentarsi come semplificate, a capitale marginale o con le peculiarità previste per le PMI.

termini di diffusione nella realtà socio-economica, ma non tale da scalzare l'importanza dei tipi societari[328]. D'altro canto, se i tipi legali non fossero più ben distinti, non vi sarebbe necessità di disciplinare la trasformazione e la legge prevederebbe un'unica società estremamente modellabile (come pure viene da taluno ipotizzato[329]). Il tipo legale risponde alla fondamentale esigenza di certezza dei traffici giuridici, che è garantita solo assicurando ai terzi l'immediata riconoscibilità delle strutture societarie con cui entrano in contatto[330]. La riconoscibilità dipende in maniera determinante, oltre che dal concreto assetto organizzativo di cui la società è dotata, anche dal *nomen iuris* con cui si presenta nel mercato e si iscrive nel registro delle imprese[331]. Allora, non si

---

Ovviamente anche una s.p.a. può utilizzare il *crowdfunding*, ma in questo caso non si pone il problema di individuare se l'accesso a tale strumento comporti un mutamento qualitativo nell'essenza del tipo societario, e infatti, a differenza di quanto avviene per le s.r.l., non è previsto che il ricorso al *crowdfunding* avvenga in via di "deroga" al regime codicistico della s.p.a.; il problema, invece, si pone per le s.r.l. (v. la rubrica dell'art. 26, nonché il testo dei suoi commi 2, 3 e 5, che utilizzano espressamente la parola "deroga" alla disciplina della s.r.l.).

[328] S. FORTUNATO, *I principi ispiratori della riforma delle società di capitali*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2003, 6, I, 734; F. D'ALESSANDRO, *«La provincia del diritto societario inderogabile (ri)determinata». Ovvero, esiste ancora il diritto societario?*, in *Rivista delle società*, 2003, 1, 41, che parla di «rilassamento della tipicità»; G.C.M. RIVOLTA, *Diritto delle società*, cit., 118.

[329] Ipotizza la creazione di un unico tipo societario capitalistico, dotato di una disciplina «a geometria variabile», adattabile in base alle caratteristiche, anche dimensionali, dell'impresa e alle esigenze dei soci, S.A. CERRATO, *La parabola di start-up e pmi dalla s.r.l. alla s.p.a.*, in M. IRRERA (a cura di), *La società a responsabilità limitata*, cit., 51. In senso contrario, E. GINEVRA, *Le società di capitali "aperte"*, cit., 895, che non vede le recenti riforme in materia di s.r.l. come l'occasione per pensare all'introduzione di un «nuovo assetto a "tipo unico" e disciplina variabile, indirizzata dal ricorso o meno al mercato». Un ordinamento che prevede un unico tipo di società di capitali a responsabilità limitata è quello del Regno Unito, ove i due sotto-tipi della *company*, cioè la *public limited company* (Plc) e la *private limited company* (Ltd), si distinguono per la possibilità o meno di offrire al pubblico quote e obbligazioni (sec. 755, *Companies Act* 2006) e per il capitale minimo (50.000 sterline) richiesto alla *Plc* (sec. 763): cfr. B.J. DE JONG, *The Distinction between Public and Private Companies and its Relevance for Company Law: Observations from the United Kingdom and the Netherlands*, in *European Business Law Review*, 2016, vol. 27, 1, 2. Per uno spunto nel senso che il sistema del diritto societario si stia muovendo verso la sostituzione dei tipi di società, v. E. PEDERZINI, *La funzione di controllo interno*, cit., 447, ove l'affermazione che la «contrapposizione società aperte / società chiuse […] sul piano concettuale già proietta la sostituzione della attuale classificazione per tipi».

[330] G.C.M. RIVOLTA, *Diritto delle società*, cit., 119; G. ZANARONE, *Il ruolo del tipo societario dopo la riforma*, in P. ABBADESSA, G.B. PORTALE (a cura di), *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gianfranco Campobasso*, Torino, 2006, 73 ss. Nello stesso senso, con riferimento specifico alla situazione di incertezza che si verrebbe a creare applicando alla s.r.l.-PMI aperta le norme della s.p.a., v., di recente, E. PEDERZINI, *Le società a responsabilità limitata e le sfide del mercato*, cit., 110; P. SPOLAORE, *S.r.l. e offerta al "pubblico"*, cit., 26.

[331] G. MARASÀ, *Le società. Società in generale*, in G. IUDICA, P. ZATTI (a cura di), *Trattato di diritto privato*, Milano, 2000, 2° ed., 260 ss. E, con espresso riferimento al caso della s.r.l. "aperta", v. A. CETRA, *Le s.r.l.-PMI: disciplina legale*, cit., 829; N. BACCETTI, *Informazione e postergazione*, cit., 705. Non a caso, anche uno degli autori che più si è speso nel sostenere l'integrazione analogica della disciplina della s.r.l. "aperta" con norme tratte dalla s.p.a. riconosce che, aderendo a tale opzione interpretativa, sarebbe più meno facile per il lettore del registro delle imprese «tenere la rotta», in

può trascurare il fatto che il legislatore non abbia modificato, per la nuova s.r.l. "finanziarizzata", le norme relative al *nomen* e alla sezione del registro delle imprese in cui deve avvenire l'iscrizione, sicché tale s.r.l. continua ad operare sotto la "etichetta" di s.r.l. e come tale è intesa da chi vi entra in contatto[332].

Nell'estensione di norme dettate per la s.p.a. alla s.r.l., in ragione del concreto assetto partecipativo che in quest'ultima si realizza, sembra scorgersi un ragionamento che è proprio del "metodo tipologico"[333]. Tale metodo si applicherebbe – in ambito

---

presenza di una pluralità di modelli all'interno di ogni tipo societario, «ma questo dipende dalla scelta operata dal legislatore di aver creato una variante di s.r.l., quella aperta, sotto il profilo sostanziale assai più simile ad una s.p.a. con azioni diffuse che non ad s.r.l. ordinaria» (O. CAGNASSO, *S.r.l. aperta*, in *Nuove leggi civili commentate*, 2020, 5, 1227).

[332] Da questo punto di vista, sarebbe allora più coerente considerare la s.r.l. semplificata come tipo autonomo rispetto alla s.r.l., poiché essa, quantomeno, opera sotto il diverso *nomen* di s.r.l.s., mentre la s.r.l. "aperta" continua a qualificarsi semplicemente s.r.l. L'identificazione di un nuovo tipo nella s.r.l.s. è comunque esclusa dalla dottrina quasi unanime (v., per tutti, S. FORTUNATO, *La società a responsabilità limitata*, cit., 34; G.A. RESCIO, *La s.r.l. a capitale simbolico e s.r.l. semplificata*, in P. MONTALENTI [a cura di], *I modelli di impresa societaria fra tradizione e innovazione nel contesto europeo*, Milano, 2016, 83; G. FERRI jr, *Prime considerazioni in tema di società a responsabilità limitata semplificata e di società a responsabilità limitata a capitale ridotto*, in *Rivista del diritto commerciale*, 2013, 2, II, 135; M. CIAN, *S.r.l., s.r.l. semplificata, s.r.l. a capitale ridotto. Una nuova geometria del sistema o un sistema disarticolato?*, in *Rivista delle società*, 2012, 6, 1104 ss.), con poche eccezioni (v. la posizione minoritaria di G.C.M. RIVOLTA, *Diritto delle società*, cit., 127, secondo il quale sarebbero «molteplici gli indici legislativi di tipicità della semplificata. Anzitutto il distinto *nomen iuris*, con i relativi obblighi segnalativi […]»).

[333] Si fa riferimento a quel metodo, non esclusivo della scienza giuridica, diffusosi tra i giuristi italiani soprattutto a partire dagli anni '60 sotto l'influenza della dottrina tedesca della *Typus-Lehre*. Tale metodo si basa sulla distinzione tra "*concetto*" e "*tipo*" (v. G. ZANARONE, *La società a responsabilità limitata come «tipo» normativo*, in F. GALGANO (diretto da), *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, vol. 8, Padova, 1985, 19 ss., dalla cui p. 23 sono tratte le citazioni riportate di seguito). Con il "*concetto*", il legislatore individua la fattispecie da regolare definendo gli elementi necessari e sufficienti affinché essa si realizzi, cioè le caratteristiche minime senza le quali il fenomeno considerato dalla fattispecie non si verifica e nella somma delle quali il fenomeno si risolve: pertanto, a un *concetto* vengono ricondotte molte diverse manifestazioni con cui quel fenomeno può verificarsi, purché tali manifestazioni presentino almeno quelle caratteristiche minime del concetto indicate dal legislatore. Il "*tipo*" (o meglio, "*tipo* normativo", per i fini che qui interessano) individua il modello socio-economico che è sotteso alla fattispecie elaborata dal legislatore e descrive il fenomeno mediante un elenco aperto (e non chiuso, come nel caso del concetto) delle caratteristiche con cui normalmente le diverse manifestazioni di esso si presentano: così, il *tipo* rappresenta «più un quadro complessivo da cogliere mediante intuizione» degli elementi che connotano i diversi modi di estrinsecarsi di un fenomeno, che la «somma definita delle sue componenti». Dunque, i *concetti*, da un lato, hanno il vantaggio di assicurare maggiore rispetto delle esigenze di certezza del diritto, poiché individuano solo il *quid commune* di tutta la classe di manifestazioni di una certa fattispecie, enucleando gli elementi essenziali al ricorrere dei quali si può ritenere realizzata la fattispecie, dall'altro, comportano la perdita di molti aspetti delle manifestazioni con cui il fenomeno può realizzarsi nella realtà. Diversamente, i *tipi*, da un lato, hanno il vantaggio di rendere la descrizione di un fenomeno più aderente a come esso si manifesta realmente, dall'altro, contrastano con le esigenze di certezza del diritto, poiché lasciano indeterminate le caratteristiche in presenza delle quali si può affermare che un certo fenomeno si è verificato (e quindi lasciano indeterminate le condizioni necessarie affinché si configuri una fattispecie alla quale l'ordinamento giuridico ricollega una certa disciplina). Per la dettagliata descrizione del metodo

interpretativo[334] – quando un certo fenomeno, pur essendo formalmente riconducibile ad una fattispecie legale (identificata da un certo *nomen*), presenti caratteristiche diverse rispetto a quelle del modello socio-economico immaginato dal legislatore per quella stessa fattispecie (cioè caratteristiche diverse da quelle con cui, secondo il legislatore, il fenomeno sussumibile in quella fattispecie dovrebbe manifestarsi); in questi casi, qualora le caratteristiche concrete del fenomeno siano simili a quelle che, invece, il legislatore ha immaginato per il modello socio-economico sotteso a un'altra fattispecie legale (con un diverso *nomen*), sarebbe possibile applicare regole tratte dalla disciplina di quest'ultima a quel fenomeno[335]. Il metodo tipologico si presta ad utili applicazioni in ambito societario[336], soprattutto al fine di confrontare i modelli socio-economici sottesi

---

tipologico e anche per la sua applicazione alla s.r.l., nella versione *ante* riforma del 2003, v. l'opera di G. ZANARONE citata *supra* in questa nota; con riferimento, invece, alla s.r.l. *post* riforma del 2003, v. ID., *Il ruolo del tipo societario dopo la riforma*, in P. ABBADESSA, G.B. PORTALE (a cura di), *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, Torino, 2006, 57; e, con riferimento alla s.r.l.-PMI "aperta", v. N. BACCETTI, *Informazione e postergazione*, cit., 689. Per analoghe considerazioni, ma in riferimento alla s.p.a., v. P. SPADA, M. SCIUTO, *Il tipo della società per azioni*, in G.E. COLOMBO, G.B. PORTALE (diretto da), *Trattato delle società per azioni*, vol. I, Torino, 2004, 81 ss.; P. SPADA, *Artt. 2325, 2452, 2462*, in F. D'ALESSANDRO (diretto da), *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, vol. II, tomo I, Padova, 2010, 1 ss. Una descrizione generale del metodo tipologico è rinvenibile in P. SPADA, *La tipicità delle società*, Padova, 1974, 20 *sub* nota 33, e, di recente, nell'ambito di un confronto con altri "metodi" che l'indagine giuridica può adottare nel campo del diritto commerciale, in G. TERRANOVA, *Il diritto e il suo linguaggio*, Milano, 2020, 24 ss., e in C. ANGELICI, *In tema di metodo nel diritto commerciale*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, 2019, 2, 389 ss.

[334] La specificazione è necessaria, l'ambito interpretativo essendo l'unico nel quale, pur con determinati limiti, si ritiene possibile utilizzare proficuamente il metodo tipologico senza recare irreparabile nocumento alla certezza del diritto. È invece generalmente escluso l'utilizzo del "*tipo*" come limite all'autonomia statutaria: v., prima della riforma, G. ZANARONE, *Il «tipo» s.r.l. e la ricostruzione della disciplina*, in F. GALGANO (diretto da), *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, vol. 8, Padova, 1985, 151; ID., *Il «tipo» s.r.l. e l'autonomia delle parti*, in F. GALGANO, cit., 77 ss.; e, dopo la riforma, ID., *Il ruolo del tipo societario dopo la riforma*, cit., 90; P. SPADA, *Artt. 2325, 2452, 2462*, cit., 3.

[335] «Lo sbocco applicativo di questo itinerario sta nel disattendere la "forma" a favore del "contenuto", cioè nel disconoscere la ricorrenza di quella "forma", il cui regolamento, fissato in norme dispositive, sia stato a tal segno alterato da non trascrivere più il tipo socio-economico sottostante alla predisposizione legislativa della "forma" stessa» (così, icasticamente, P. SPADA, *La tipicità delle società*, cit., 21 *sub* nota 33). È stato anche osservato (G. ZANARONE, *Il ruolo del tipo societario dopo la riforma*, cit., 87) che il legislatore, nella legge delega della riforma del 2003, ha utilizzato spesso l'espressione "modello societario", presumibilmente attribuendo ad essa il significato di "tipo socio-economico", inteso come uno schema variabile di punti di riferimento da cui si possono inferire i connotati "*tipologici*" della s.r.l. (per la quale la legge parla espressamente di «rilevanza centrale del socio») e della s.p.a. (per la quale parla espressamente di «rilevanza centrale dell'azione»). Nello stesso senso, N. BACCETTI, *Metodo tipologico e sottocapitalizzazione nominale nelle società per azioni indipendenti*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2016, 6, I, 860 s.

[336] Nonché in ambito contrattuale: v., per tutti, la nota opera di G. DE NOVA, *Il tipo contrattuale*, Padova, 1974 (ora disponibile nella ristampa [Napoli, 2014] a cura della Scuola di specializzazione in diritto civile dell'Università di Camerino).

ai diversi tipi legali di società. Per comprenderne la portata nel caso in esame, si parta dall'assunto che il "tipo legale" s.r.l. è ispirato al modello (o meglio, al "*tipo* socio-economico") della società con pochi soci, informati e attivi (c.d. società chiusa), e che il "tipo legale" s.p.a. è ispirato al modello ("*tipo* socio-economico") della società grande con soci-imprenditori affiancati da soci-investitori disinteressati alla gestione (c.d. società aperta); allora, quando la s.r.l. in concreto presenta le caratteristiche del "*tipo* socio-economico" che il legislatore ha immaginato per la s.p.a. (cioè quando la s.r.l. presenta soci-investitori disinteressati alla gestione), si disapplicano le norme della s.r.l. pensate per il "*tipo* socio-economico" della società chiusa (tra cui l'art. 2476, comma 2, c.c.) e la lacuna viene colmata con l'applicazione di norme tratte dalla s.p.a. (tra cui quelle che prevedono la nomina dell'organo di controllo e la limitazione del controllo individuale)[337].

Si tratta di un metodo, però, che per sua natura ha profondi caratteri di indeterminatezza e che, a maggior ragione se utilizzato per controvertere aspetti fondamentali della disciplina del tipo legale, può recare grave pregiudizio alle esigenze di certezza[338].

---

[337] Sulla divergenza che si realizza tra il modello socio-economico presupposto dalla disciplina del tipo legale s.r.l. (cioè il modello della società chiusa) e la concreta situazione riscontrabile in una s.r.l. "aperta", v.: A.D. SCANO, *La «parola» e il «silenzio»: contributo allo studio delle lacune nella disciplina delle società a responsabilità limitata*, in *Rivista delle società*, 2021, 5-6, 1155; M. ONZA, *L'"accesso" alla società per azioni ed alla società a responsabilità limitata*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2020, 4, I, 732, il quale, confrontando la s.r.l.-PMI, "aperta" al mercato, e la s.r.l. grande, necessariamente chiusa, parla di «"*Tipi*" di società a responsabilità limitata *diversi*, se pensati quali modelli socio-economici» (corsivi dell'Autore). In senso critico nei confronti dell'interpretazione analogica basata sul metodo tipologico che parte della dottrina intende applicare alla s.r.l. "aperta", P. AGSTNER, A. CAPIZZI, P. GIUDICI, *Business Angels*, cit., 402; G. ZANARONE, *La società a responsabilità limitata. Un modello "senza qualità"? (un ideale dialogo con Oreste Cagnasso)*, cit., 13.

[338] Osservazione che un insigne studioso della materia svolgeva già con riferimento al sistema pre-riforma del 2003 [G. ZANARONE, *La società a responsabilità limitata come «tipo» normativo*, in F. GALGANO (diretto da), *Trattato di diritto commerciale*, cit., 24] e che ha ribadito con riferimento all'ipotesi della s.r.l. "aperta": ID., *La società a responsabilità limitata. Un modello "senza qualità"? (un ideale dialogo con Oreste Cagnasso)*, cit., 13, ove l'affermazione che risulta «assai difficile, per quanto non da escludere in modo assoluto, dimostrare, nel silenzio del legislatore, che la regolamentazione di uno o più aspetti del modello cui si ispira un determinato tipo societario sia stata voluta anche in funzione di analogo modello per ipotesi presente in un tipo diverso e abbia quindi carattere trasversale tra i due tipi. Affermare tale trasversalità, fra l'altro, potrebbe presentare notevoli inconvenienti sotto il profilo della tutela dei terzi assicurata dal principio di facile riconoscibilità dei tipi societari, in quanto applicare la disciplina prevista per un tipo societario diverso da quello iscritto nel registro delle imprese ad una determinata variante del tipo societario iscritto significherebbe disapplicare a tale variante la disciplina generale del tipo iscritto, quella cioè che si desume dal *nomen iuris* risultante dal sistema pubblicitario e sulla quale i terzi avrebbero diritto di fare affidamento».

Con ciò non si intende affermare che tale metodo non possa trovare spazio nel ragionamento dell'interprete – e infatti viene talvolta applicato dalla dottrina[339] e, più o meno consciamente, dalla giurisprudenza[340], proprio al fine di colmare lacune, reali o presunte, commutando vicendevolmente norme della s.p.a. e della s.r.l. – ma si intende evitare di "creare" una lacuna (che si è definita "assiologica") laddove essa possa

[339] Per tutti, C. ANGELICI, *Sulle lacune*, cit., 1255, che parla di metodo «*tipologico* in senso forte» (nel senso che il metodo guarda al "modello ideale" cui il sistema normativo s'ispira nel dettare la disciplina e da esso trae indicazioni per le scelte interpretative conseguenti alla constatazione di una "lacuna"), al fine di ritenere «non del tutto incoerente» che i criteri di diligenza di cui all'art. 2392 c.c. possano applicarsi all'amministrazione di una s.r.l., quando in essa si realizzi un assetto di interessi simile a quello tipico di una s.p.a., caratterizzato dalla netta distinzione tra investitori e gestori; similmente, in relazione alla norma che nella s.r.l. detta la postergazione dei finanziamenti anomali dei soci, in ragione della loro posizione "interna" che gli consente di conoscere approfonditamente la società, secondo l'Autore «può essere coerente che, quando in concreto la società per azioni non presenta la sua tipica "spersonalizzazione" (che vuol dire anche "estraneità" rispetto alla società), la mancanza di una disposizione come l'art. 2467 c.c. possa intendersi come una "lacuna" e indurre allora alla sua applicazione analogica». In relazione all'art. 2467 c.c., v. anche C. ANGELICI, *La società per azioni. Principi e problemi*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, già diretto da A. CICU, F. MESSINEO, L. MENGONI, e continuato da P. SCHLESINGER, vol. I, Milano, 2012, 491; ID., *La riforma delle società*, cit., 58, ove, relativamente alla regola della postergazione, afferma che «la prospettiva è in definitiva *tipologica*: sia per quanto concerne il tipo societario interessato dalla disciplina sia con riferimento ai criteri sulla cui base selezionare le fattispecie ad essa soggette»; N. BACCETTI, *Metodo tipologico e sottocapitalizzazione*, cit., 855; ID., *Informazione e postergazione*, cit., 689; O. CAGNASSO, *La società a responsabilità limitata*, in G. COTTINO (diretto da), *Trattato di diritto commerciale*, vol. V, Padova, 2007, 118 ss.; M. PRESTIPINO, *Diritto al rimborso e postergazione nella disciplina dei finanziamenti dei soci*, Milano, 2015, 171 ss. Nel senso di escludere l'applicazione analogica dell'art. 2467 c.c. alla s.p.a., v., tra gli altri, M. CAMPOBASSO, *Finanziamento del socio*, in *Banca borsa titoli di credito*, 2008, 4, I, 445; P. MONTALENTI, *Il diritto societario a dieci anni dalla riforma: bilanci, prospettive, proposte di restyling*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2014, 6, I, 1086 s.

[340] Nella giurisprudenza di legittimità, v. Cass. civ., 20 giugno 2018, n. 16291, in *Foro italiano*, 2018, 9, I, 2750, con nota di richiami, e in *Banca borsa titoli di credito*, 2020, 2, II, 199, con nota di N. RIVA, ove si afferma l'estensione alla s.p.a., «eventualmente in chiave analogica», dell'art. 2467 c.c., dando rilievo al "privilegio informativo" del socio-imprenditore di una società chiusa e quindi riconoscendo che la regola della postergazione è motivata da una situazione che potrebbe verificarsi anche nella s.p.a.; ad essere rilevante, secondo la Corte, è la «anomalia del finanziamento del socio in situazioni che renderebbero necessario un conferimento, e che siano note al socio stesso per lo specifico assetto caratterizzante la società e per la posizione concretamente rivestita in seno a questa, sostanzialmente equivalente a quella di un socio di s.r.l.»; Cass. civ., 7 luglio 2015, n. 14056, in *Giurisprudenza italiana*, 2016, 4, 894, con nota di T. CAVALIERE, e in *Società*, 2016, 5, 543, con nota di G. BEI, F. BIGGINI, che applica l'art. 2467 c.c. alla s.p.a., «per estensione o per analogia», affermando che «occorre […] verificare in concreto se una determinata società esprima un assetto dei rapporti sociali idoneo a giustificarne l'applicazione». In commento alle due sentenze della Corte di cassazione appena richiamate e al modo in cui esse applicano il metodo tipologico, v. N. BACCETTI, *Metodo tipologico e sottocapitalizzazione*, cit., 855; ID., *Informazione e postergazione*, cit., 689. Nella giurisprudenza di merito, v.: Trib. Pistoia, 8 settembre 2008, in *Banca borsa titoli di credito*, 2009, 2, II, 191, con nota di G. BALP, *Dell'applicazione dell'art. 2467 c.c. alla società per azioni*; Trib. Udine, 3 marzo 2009, in *Banca borsa titoli di credito*, 2012, 2, 246, con nota di G. BALP, *Questioni di tema di postergazione ex art. 2467 e 2497-quinquies c.c.*; Trib. Reggio Emilia, 23 ottobre 2008, in *Banca borsa titoli di credito*, 2011, 6, II, 714 ss., con nota di S. BOATTO, *Atti funzionali al sostegno finanziario della società da parte del socio: dalla «qualificazione» alla «disciplina»*.

portare a «selezioni inevitabilmente arbitrarie del materiale normativo che, di volta in volta, si reputasse "opportuno" attingere dal diritto azionario», così risparmiando gli effetti di incertezza che deriverebbero dall'applicazione analogica destinata a colmarla[341].

4. (*Segue*) L'autonomia della disciplina dedicata alla s.r.l.

Nell'ipotesi di interpretazione analogica criticata, la disapplicazione di disposizioni della s.r.l. e la loro sostituzione con altre tratte dalla s.p.a. avverrebbe in maniera automatica, sicché una s.r.l., per il solo fatto che si presenti come "aperta", si vedrebbe soggetta di *default* a uno statuto diverso da quello che il codice civile detta per le società con il *nomen* s.r.l.[342] E il problema sarebbe aggravato dal fatto che le incertezze non si manifesterebbero solo nella "selezione" delle norme della s.p.a. di volta in volta applicabili alla s.r.l. "aperta", ma anche, a monte, nell'identificazione della fattispecie s.r.l. "aperta", che, come si è detto, presenta connotati sfuggenti[343].

---

[341] L'espressione citata è di M. SCIUTO, *Le quote di partecipazione*, cit., 547. Nello stesso senso, evidenziano il pregiudizio alla certezza del diritto che arrecherebbe l'applicazione analogica di regole della s.p.a. alla s.r.l. "aperta", A. CETRA, *Le s.r.l.-PMI: disciplina legale*, cit., 826 ss.; G. ZANARONE, *La s.r.l. A vent'anni dalla riforma*, cit., 610; ID., *La società a responsabilità limitata. Un modello "senza qualità"? (un ideale dialogo con Oreste Cagnasso)*, cit., 13; E. GINEVRA, *Le società di capitali "aperte"*, cit., 893 e 895; G. PRESTI, *Vent'anni vissuti pericolosamente*, cit., 487 ss.; E. PEDERZINI, *Le società a responsabilità limitata e le sfide del mercato*, cit., 110; P. SPOLAORE, *S.r.l. e offerta al "pubblico"*, cit., 26; D. COLONNELLO, E.R. IANNACCONE, G. MOLLO, M. ONZA, *Piccole e medie imprese*, cit., 46.

[342] A. CETRA, *Le s.r.l.-PMI: disciplina legale*, cit., 830; N. BACCETTI, *Informazione e postergazione*, cit., 711 ss.

[343] In altri termini, le ricadute sulla certezza del diritto si manifestano su due piani: a valle, è dubbio quali siano le norme della s.r.l. da disapplicare e quali quelle della s.p.a. da applicare in loro vece (il che richiede, di volta in volta, una non facile ricostruzione delle caratteristiche che una s.r.l. concretamente possiede); a monte, si presenta il problema ancor maggiore di comprendere quali siano le caratteristiche che la s.r.l. dovrebbe avere affinché si possa procedere alle disapplicazioni e agli innesti descritti, cioè quali siano le condizioni al ricorrere delle quali è possibile definire una s.r.l. come "aperta". A tal fine (cfr. le posizioni della dottrina descritte *supra*, par. 2): potrebbe essere necessaria l'offerta sui portali di quote senza voto; oppure, potrebbe essere sufficiente l'offerta sui portali di quote ordinarie. Ma in entrambi i casi, potrebbe escludersi la configurazione di una s.r.l. "aperta" qualora la campagna di *crowdfunding* si riveli un insuccesso e determini l'ingresso in società di una manciata di nuovi soci. In alternativa, potrebbe essere sufficiente la creazione di categorie di quote (ma forse solo qualora siano senza voto), a prescindere dall'offerta di esse sui portali; tuttavia, in questo caso, ci si potrebbe chiedere se, ai fini della configurazione di una s.r.l. "aperta", rilevi anche l'ipotesi in cui le quote senza voto siano in numero molto esiguo, oppure se si debba considerare necessario che esse siano in un numero elevato, sì da comportare l'ingresso di una moltitudine di soci, come avverrebbe mediante un'offerta sui portali (in altri termini, non si può negare che creare una manciata di quote senza voto non desti le stesse preoccupazioni sull'efficienza della società e sull'uso ostruzionistico dei diritti individuali da parte dei soci "esterni" al gruppo di controllo di quante invece ne possa destare la creazione di molte decine o

Per le ragioni esposte nel paragrafo 3, sembra preferibile che la disciplina della s.r.l. che viene definita "aperta" continui a essere individuata nell'ambito delle disposizioni dedicate a questo tipo societario[344], quantomeno per quei profili che, come i controlli, sono espressamente presi in considerazione dalla legge[345]. Diverso, invece, dovrà essere il discorso per le ipotesi nelle quali risulti in concreto assente una scelta, quand'anche implicita, di un certo bilanciamento di interessi in materia di s.r.l.: in tali casi sarebbe individuabile una lacuna rilevante per le finalità di cui all'art. 12 disp. prel. c.c.

Escludere l'ampio e automatico ricorso all'analogia, tra l'altro, significa anche valorizzare l'obiettivo della riforma del 2003 di dotare la s.r.l. di un «autonomo e organico complesso di norme»[346] rispetto a quello della s.p.a., circostanza che – come è stato osservato – comporta «significative ricadute sul piano interpretativo e sul processo ermeneutico diretto a colmare eventuali lacune»[347]; significa, inoltre, valorizzare l'esigenza di evitare fenomeni di *path dependence*, atteggiamento psicologico di chi, assumendo la s.p.a. come archetipo dei tipi capitalistici, ed essendo influenzato dalla memoria del rapporto di "subordinazione" che la s.r.l. aveva nei confronti della s.p.a. prima della riforma, tende istintivamente a confrontare la disciplina della prima con quella della seconda, vedendo «lacune […] anche dove in realtà non ci sono»[348].

Dunque, la criticata ipotesi di analogia non porrebbe solo il problema di individuare quali norme della s.p.a. siano previste per fattispecie "simili" a quelle non regolate nella s.r.l.[349], ma anche quello, in radice, dell'esistenza stessa delle lacune che si vorrebbe

---

centinaia di tali quote, e ciò a maggior ragione quando siano state offerte sui portali *ad incertam personam*).

[344] Cfr., con riferimento ai diritti spettanti ai soci di s.r.l. "aperta", S. FORTUNATO, *La società a responsabilità limitata*, cit., 120; A. MONTEVERDE, *Note minime sul voto dei soci nella s.r.l.*, in M. IRRERA (a cura di), *La società a responsabilità limitata*, cit., 1001 ss.

[345] Questo, ovviamente, non pregiudicherebbe la possibilità di far valere, nel confronto, l'irrazionalità dell'una disciplina rispetto all'altra, per gli effetti di cui all'art. 3 Cost.

[346] Art. 3, comma 1, lett. *a)*, l. 3 ottobre 2001 n. 366, che enuclea i principi e criteri direttivi a cui il Governo si sarebbe dovuto attenere nell'elaborazione della riforma del 2003.

[347] Così, S. FORTUNATO, *La società a responsabilità limitata*, cit., 3, esprimendo un concetto poi ripreso alle pp. 5 e 35.

[348] M. STELLA RICHTER jr, *Di alcune implicazioni sistematiche della introduzione di una nuova disciplina per le società a responsabilità limitata*, in *Giustizia civile*, 2004, 1, II, 14 s., donde è tratta la citazione. Cfr. C. ANGELICI, *Sulle lacune*, cit., 1256.

[349] Il che sarebbe già di per sé un problema tutt'altro che di semplice soluzione, posto che «la somiglianza tra due fattispecie è […] cosa opinabile», sicché «si può sostenere che la fattispecie F_1 non disciplinata sia analoga non già alla fattispecie F_2, ma alla diversa fattispecie F_3, con esiti decisori differenti. Ecco dunque che la somiglianza tra le due fattispecie non può semplicemente essere asserita

colmare. Nella s.r.l., i controlli (istituzionali e individuali) presentano già una disciplina, per di più particolarmente distintiva di questo tipo societario[350]. E tale disciplina, basata sul controllo individuale del socio e sull'obbligo di istituire l'organo di controllo solo quando ricorrono determinate circostanze, potrebbe essere considerata capace di realizzare un soddisfacente equilibrio tra gli interessi in gioco (in particolare, una soddisfacente tutela per i soci-investitori), anche in ragione delle peculiarità del "prodotto" oggetto delle offerte di *crowdfunding* e degli interessi di investimento che tali offerte intercettano, non del tutto simili a quelli tipici delle tradizionali offerte al pubblico di prodotti finanziari[351].

Appaiono quindi apprezzabili quegli sforzi profusi dalla dottrina nella direzione di individuare, *de iure condendo*, gli aspetti della disciplina della s.r.l. che potrebbero essere modificati dal legislatore alla luce delle nuove possibilità "finanziarie" schiusesi per questo tipo societario[352].

Alle riflessioni svolte si aggiunga che, eventualmente, qualora i soci lo ritengano opportuno, la disapplicazione di norme *dispositive* della s.r.l. e l'applicazione ad essa di regole analoghe a quelle dettate dalla legge per la s.p.a. potrebbe avvenire in via

---

apoditticamente: l'argomento analogico deve essere integrato adducendo ragioni ulteriori e indipendenti in favore della somiglianza tra le due fattispecie» [così, R. GUASTINI, *Le fonti del diritto e l'interpretazione*, in G. IUDICA, P. ZATTI (a cura di), *Trattato di diritto privato*, Milano, 1993, 433]. A riprova di tale problema, basti segnalare che non manca in dottrina chi ritiene che la s.r.l. "aperta" debba essere disciplinata mediante l'estensione analogica di norme previste per gli o.i.c.r. chiusi, invece che per la s.p.a.: è questa la singolare e suggestiva tesi esposta da P. SPOLAORE, *S.r.l. e offerta al "pubblico"*, cit., *passim*.

[350] V. cap. III, par. 7.1.

[351] Come rileva lo stesso Regolamento UE 2020/1503, «i prodotti finanziari commercializzati sulle piattaforme di *crowdfunding* non sono gli stessi dei prodotti di investimento o di risparmio tradizionali e non dovrebbero essere commercializzati come tali» (considerando 43): infatti, il *KIIS* relativo alle offerte sui portali deve obbligatoriamente riportare l'avvertimento «questo non è un prodotto di risparmio» (art. 23, comma 6, lett. *c*). Sul tema v., *amplius*, cap. III, par. 2.

[352] Ad ogni modo, anche se, ragionando *de iure condendo*, molte delle apparenti incongruenze riscontrabili nella disciplina della s.r.l. *crowdfunded* potrebbero essere corrette introducendo in essa disposizioni ispirate da logiche analoghe a quelle che pervadono la disciplina della s.p.a., tuttavia, un simile processo riformatore non dovrebbe spingersi al punto di eliminare le differenze fondamentali che distinguono le due società, pena il crollo del sistema societario basato sui tipi, con la conseguente necessità di una ben più profonda riforma del diritto delle società. Proposte di interventi legislativi dedicati alla s.r.l. "in versione finanziaria" sono rinvenibili in: G. PRESTI, *Vent'anni vissuti pericolosamente*, cit., 488 ss.; M. LAMANDINI, D. RAMOS MUÑOZ, *La disciplina dell'equity crowdfunding nella prospettiva dell'emittente e del diritto societario: verso il sub-tipo emittente digitale?*, in *Rivista di diritto societario*, 2019, 3, I, 594; M. NOTARI, *Analisi de iure condendo*, cit., 251 ss.; D. COLONNELLO, E.R. IANNACCONE, G. MOLLO, M. ONZA, *Piccole e medie imprese*, cit., 62.

statutaria, senza quindi alterare la disciplina applicabile di *default* alla s.r.l. "aperta"[353]. In tal modo, sarebbero i soci a decidere, ad esempio, di introdurre un organo di controllo nella s.r.l. che non è tenuta a istituirlo, qualora ritengano che una simile scelta possa attirare più investitori. Sarebbero ancora i soci a decidere di offrire quote prive, oltre che del diritto di voto (scelta espressamente consentita dall'art. 26, comma 3, d.l. 179/2012), anche dei diritti di informativa e controllo individuali, al fine di salvaguardare la funzionalità dell'organismo societario (sempre ammesso che quest'ultima opzione sia consentita[354]).

Ebbene, che l'autonomia privata possa, in alcuni casi, risolvere determinati problemi della s.r.l. "aperta", introducendo nella disciplina statutaria regole simili a quelle previste dalla disciplina legale delle s.p.a., non è dubbio[355]; tuttavia, la coerenza della disciplina della s.r.l. nella sua versione "aperta" non può certo farsi dipendere dalle scelte dell'autonomia statutaria. Ritenere ciò richiederebbe di riporre massima fiducia sul fatto che i soci esercitino le proprie facoltà statutarie (e che le esercitino nella maniera corretta), il che pare tutt'altro che scontato, anche in ragione dei costi da sostenere per l'adeguamento degli statuti[356]. Inoltre, confidare solo sull'autonomia privata per la regolamentazione di una particolare forma di società (la s.r.l. "aperta") comporta anche il rischio di snaturare il ruolo del diritto societario, che dovrebbe offrire agli operatori strumenti già "funzionanti" e "funzionali" a rispondere alle loro

[353] A. CETRA, *Le s.r.l.-PMI: disciplina legale*, cit., 831 s.; S. CORSO, *Le s.r.l. "aperte" al mercato*, cit., 96 ss., che ritiene opportuno affidare all'autonomia statutaria la soluzione del «*trade off* tra tutela degli investitori ed esigenze di *corporate governance*»; E. PEDERZINI, F. DE GOTTARDO, *Incentivi e ostacoli*, cit., 305; E. PEDERZINI, *La funzione di controllo interno*, cit., 445; N. BACCETTI, *Informazione e postergazione*, cit., 713; F. BRIZZI, *S.r.l. PMI e offerta al pubblico*, cit., 276; R. SACCHI, *Note a margine del saggio di Aldo Dolmetta sul tipo s.r.l.*, in E. GINEVRA, R. LATTANZI, U. MALVAGNA, U. MINNECI, G. MUCCIARONE, A. SCIARRONE ALIBRANDI (a cura di), *Liber Amicorum per Aldo A. Dolmetta*, Pisa, 2023, 630. Tra l'altro, anche P. BENAZZO, *Categorie di quote*, cit., 1479 ss., che pure è uno dei sostenitori dell'integrazione analogica della disciplina della s.r.l. aperta con norme tratte dalla s.p.a., attribuisce comunque un ruolo fondamentale all'autonomia statutaria nel "disegnare", mediante apposite clausole, uno statuto per la s.r.l. aperta che le doni fattezze simili a quelle di una s.p.a.

[354] Tale opzione, infatti, presupponendo la derogabilità dell'art. 2476, comma 2, c.c., suscita non pochi dubbi, poiché inciderebbe su quello che è considerato uno dei connotati tipologici essenziali della s.r.l., cioè il principio della rilevanza centrale del socio, posto dalla riforma del 2003 tra i principi cardine della s.r.l. La questione è approfondita nel cap. III, par. 6.2.

[355] Cfr. P. SPOLAORE, *Struttura finanziaria*, cit., 311.

[356] Cfr. A. CETRA, *Le s.r.l.-PMI: disciplina legale*, cit., 832.

esigenze[357]; strumenti, sì, talvolta "migliorabili" mediante l'esercizio dell'autonomia statutaria, ma comunque sufficientemente efficienti già nella loro versione legale. In altri termini, l'esercizio delle facoltà statutarie è in grado solo di incidere sull'*attrattività*, per gli investitori, di una determinata società, ma il semplice fatto che tali facoltà siano previste non consente all'interprete di inferire la complessiva coerenza della disciplina della s.r.l. "aperta".

Alla luce di quanto finora osservato, nel Capitolo III si tenterà di ricostruire lo statuto normativo della s.r.l. "aperta", prendendo in considerazione sia le norme che disciplinano il modello legale di questa forma di società, sia – quando utile per valutare se è possibile superare alcune rigidità del modello legale – le norme che riconoscono spazi all'autonomia statutaria. Si farà particolare riferimento alle disposizioni che disciplinano le prerogative del socio-investitore e la *governance* societaria, poiché tali disposizioni ricoprono un ruolo centrale nel regolare la tensione che nella s.r.l. "aperta" si crea tra l'esigenza, da un lato, di offrire tutela ai soci *crowdinvestor* e, dall'altro, di assicurare l'efficienza dell'organismo societario[358].

Prima di procedere alla ricostruzione dello statuto normativo applicabile alla s.r.l. "aperta", è però necessario compiere almeno due passaggi: il primo consiste nell'adottare la definizione di s.r.l. "aperta" su cui si baserà il resto dell'analisi; il secondo nell'individuare le fonti della disciplina applicabile alla s.r.l. "aperta".

Sulla definizione di s.r.l. "aperta" si è detto che alcuni autori preferiscono qualificare in tal modo solo la s.r.l. che abbia effettivamente compiuto un'offerta di *crowdfunding*, mentre altri autori considerano "aperta" anche la s.r.l. che abbia creato quote di

[357] Cfr. A. CETRA, *Le s.r.l.-PMI: disciplina legale*, cit., 833, che parla di un «arretramento del diritto societario». Il diritto societario infatti «ha, tradizionalmente, il compito di fissare, inderogabilmente, alcuni meccanismi di tutela, considerando gli interessi tipicamente coinvolti dalla realtà ontologica sottostante, evitando, quindi, che detti meccanismi vengano introdotti privatamente, con l'inevitabile sopportazione dei relativi costi contrattuali. Questa impostazione appare capovolta, dopo la novella del 2017 [*n.d.r.* la novella che ha esteso a tutte le s.r.l.-PMI le deroghe alla disciplina codicistica prima previste solo per le s.r.l. "innovative"], rimettendo le protezioni degli interessi in gioco alla sola iniziativa degli stessi. Per queste realtà imprenditoriali si può, in conclusione, dire: *c'era una volta il diritto societario?…* Non è azzardata una risposta affermativa: la logica su cui tradizionalmente riposa il diritto societario è stata sostituita da una più prossima al fenomeno dei contratti» (corsivo dell'Autore).

[358] Si tratta di quella tensione (descritta nel cap. I, par. 12) che parte della dottrina ritiene di risolvere, in base a diverse argomentazioni sostanzialmente fondate sull'analogia, sostituendo alcune norme della s.r.l. con altre tratte dalla disciplina della s.p.a.

categoria, senza offrirle al pubblico tramite i portali[359]. Si ritiene di accordare preferenza per la prima impostazione[360]. In primo luogo, sembra incoerente qualificare "aperta" una s.r.l. per il semplice fatto che abbia creato categorie di quote, quando la creazione di categorie di azioni in una s.p.a. non muta automaticamente la sua natura da "chiusa" in "aperta". In secondo luogo, la creazione di quote di categoria potrebbe riguardare anche un numero molto esiguo di esse, eventualmente destinate a soci di controllo o comunque a soci-investitori professionali intenzionati a ricoprire un ruolo di rilievo nella società: ciò significa che non necessariamente le categorie di quote costituiscono uno strumento in grado di attribuire una forte impronta "finanziaria" alla s.r.l., a differenza invece del *crowdfunding*. È vero che la presenza, in una s.r.l. non-*crowdfunded*, di soci titolari di quote prive del diritto di voto potrebbe far sorgere la questione relativa alla loro titolarità, o meno, delle altre prerogative di *voice* tipiche del quotista[361], però questo sembra un problema nettamente meno allarmante rispetto a quello dell'esercizio dei poteri di *voice* da parte della massa di soci-investitori che hanno aderito all'offerta di *crowdfunding*. E ciò, se non altro, perché tramite i portali le quote sono offerte *ad incertam personam*, mentre la semplice creazione di categorie di quote implica che la loro titolarità spetti a soggetti tendenzialmente "noti" agli altri soci o comunque non reclutati in forma anonima mediante un'offerta con adesione regolata da procedure standardizzate.

Dunque, secondo l'approccio che qui si adotta, i problemi che scaturiscono dalla "finanziarizzazione" della s.r.l. si riscontrano prevalentemente nel caso in cui la compagine di una s.r.l. accolga un ampio numero di soci-investitori (d'ora in avanti anche definiti *crowdinvestor*), come avviene compiendo un'offerta sui portali. Pertanto, ai fini della presente analisi, parlare di s.r.l. "aperta" equivale sostanzialmente a parlare di s.r.l. *crowdfunded*. Con ciò, però, non si intende dire che lo svolgimento dell'offerta sui portali sia in grado, di per sé, di mutare l'essenza della società. L'espressione s.r.l. "aperta" viene qui utilizzata a fini prevalentemente descrittivi – cioè per identificare quella s.r.l. la cui compagine si è effettivamente *aperta* all'ingresso, mediante negoziazione non individuale, di investitori anonimi – ma non per attribuire

[359] V. *supra*, par. 2.
[360] Cfr. O. CAGNASSO, *La s.r.l. piccola e media impresa (P.M.I.)*, cit., 105.
[361] Come riconosce lo stesso O. CAGNASSO, *La s.r.l. piccola e media impresa (P.M.I.)*, cit., 105.

all'esperimento di una campagna di *crowdfunding* particolari effetti sullo *status* della s.r.l. che l'abbia svolta. Anzi, come si dirà nel prossimo paragrafo, il *crowdfunding* non sembra essere, di per sé, in grado di attribuire un nuovo connotato permanente alla società: il che, d'altra parte, è coerente con la scelta di ritenere che la s.r.l. *crowdfunded* continui ad essere tendenzialmente regolata dalla disciplina codicistica della s.r.l.

Una volta definito il concetto di s.r.l. "aperta" adottato nel prosieguo del presente lavoro, si deve individuare quale sia la disciplina ad essa applicabile. Il primo compendio di norme che regola questa fattispecie lo si è già individuato nella disciplina codicistica della s.r.l. Gli ulteriori sono costituiti dalla disciplina prevista dall'art. 26 d.l. 179/2012 (che detta norme derogatorie rispetto a quelle codicistiche), dalla disciplina del *crowdfunding* e, eventualmente, da quella della dematerializzazione delle quote *ex* artt. 83-*bis* ss. Tuf. Alla migliore definizione di questi ultimi due ambiti di disciplina sono dedicati i seguenti paragrafi 6 e 7.

5. La problematica riconducibilità della s.r.l. finanziata tramite *crowdfunding* nel novero delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio.

Si sono esposte le ragioni per le quali si ritiene preferibile evitare di applicare alla s.r.l. con soci-*crowdinvestor* (la cosiddetta s.r.l. "aperta") interi blocchi di disciplina tratti dalla s.p.a. ordinaria o quotata, quantomeno in relazione a profili già espressamente regolamentati nell'ambito della s.r.l. Si consideri, inoltre, che si incontrano non poche difficoltà nel tentativo di rinvenire nella fattispecie della cosiddetta s.r.l. "aperta" i connotati che tipicamente caratterizzano le società "aperte" per eccellenza, cioè le società per azioni.

Relativamente alla s.p.a., l'espressione "aperta" viene utilizzata con riguardo alle società le cui azioni sono quotate o diffuse tra il pubblico in misura rilevante (art. 2325-*bis* c.c.)[362]. Si tratta di caratteristiche stabili, non irreversibili, ma comunque capaci di

[362] Per l'inquadramento delle fattispecie, v., fra gli altri, F. D'ALESSANDRO, M. SCIUTO, P. SPADA, *Art. 2325-bis*, in F. D'ALESSANDRO (diretto da), *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, vol. II, tomo I, Padova, 2010, 11; M. MAUGERI, *Lo statuto delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio*, in M. CERA, G. PRESTI (diretto da), *Il testo unico finanziario*, vol. 2, Bologna, 2020, 1227 ss.; e, di recente, F. ANNUNZIATA, *Definizioni e nozioni di base. Servizi di investimento e gestione collettiva del risparmio*, in M. VENTORUZZO (a cura di), *Diritto delle società quotate e dei mercati finanziari*, Torino, 2023, 47.

attribuire alla società una certa connotazione in maniera duratura nel tempo. Con riguardo alla s.r.l., a ben vedere, l'esperimento di un'offerta sui portali di *crowdfunding* rappresenta un evento momentaneo, un fatto storico[363] che, di per sé, non produce effetti diversi da quelli di un aumento di capitale svolto nella maniera "tradizionale"[364]. Lo svolgimento dell'offerta sui portali, quindi, difficilmente potrebbe essere considerato come un elemento capace di attribuire alla società un nuovo connotato permanente[365], e ciò a maggior ragione se si considera che non è definito un numero minimo di investitori che devono partecipare all'offerta di *crowdfunding*, né un ammontare minimo di capitale sociale che deve essere offerto tramite questo strumento[366]. Pertanto, nel tentativo di considerare la s.r.l. una società aperta, bisognerebbe chiedersi se a tal fine sia sufficiente aver completato con successo un'offerta sui portali, oppure se, come avviene nella ben più dettagliata e rigorosa disciplina delle società per azioni, sia necessario raggiungere anche una determinata "soglia di apertura" (o di flottante, si direbbe con riguardo alle s.p.a.)[367].

D'altro canto, le differenze con la s.p.a. quotata sono palesi, sol che si pensi all'assenza di una sede di negoziazione nella quale le quote di s.r.l. vengano necessariamente immesse e successivamente negoziate[368]: manca, quindi, sia uno

[363] M. CIAN, *Il tipo s.r.l.?*, cit. 308; ID., *S.r.l. PMI, s.r.l., s.p.a.*, cit., 841 *sub* nota 45; RINALDO, *La multiformità della s.r.l.*, cit., 1523 s. e 1526 s.; A. DENTAMARO, *Apertura della s.r.l. PMI*, cit., 171.

[364] Si intende dire che, mentre la quotazione di una s.p.a. nei mercati regolamentati o la "diffusione" delle sue azioni ai sensi dell'art. 2325-*ter* c.c. comportano conseguenze tendenzialmente stabili per la stessa (cioè la sottoposizione a un nuovo complesso di norme), l'offerta sui portali di *crowdfunding* si esaurisce nell'ingresso in società di un più o meno ampio numero di nuovi soci; effetto, quest'ultimo, che, quantomeno in astratto, potrebbe verificarsi anche con un "tradizionale" aumento del capitale rivolto a terzi che determini l'ingresso in società di un numero di soggetti molto ampio (eventualità sicuramente non frequente nelle s.r.l. sul piano empirico, ma pur sempre possibile e lecita, come dimostrato dalla previsione di cui all'art. 2481-*bis*, comma 1, secondo periodo, c.c.). D'altronde, anche per la s.p.a., il semplice aumento del capitale, qualora determinasse l'ingresso in società di un numero molto ampio di nuovi azionisti, non implicherebbe, di per sé, l'assoggettamento della società alla disciplina delle società quotate o a quella delle società con azioni diffuse.

[365] M. CIAN, *Il tipo s.r.l.?*, cit., 308; S. CORSO, *Le s.r.l. "aperte" al mercato*, cit., 87.

[366] Sarebbe quantomeno stravagante classificare come s.r.l. "aperta" – con tutte le conseguenze che una parte della dottrina ne farebbe discendere, tra cui l'applicazione di norme tratte dalla disciplina della s.p.a. – una s.r.l. che mediante una campagna di *crowdfunding* di scarso successo abbia visto entrare nella compagine una manciata di nuovi soci. E, d'altro canto (come osserva M. CIAN, *Il tipo s.r.l.?*, cit., 308), è ben possibile che una s.r.l., molti anni dopo rispetto a una campagna di *crowdfunding*, perda la maggior parte dei soci subentrati e si ritrovi magari con un solo socio; in tal caso, continuare a definirla società aperta sarebbe paradossale.

[367] A. DENTAMARO, *Apertura della s.r.l. PMI*, cit., 172.

[368] S. CORSO, *Le s.r.l. "aperte" al mercato*, cit., 13 s.

strumento che garantisca la liquidità delle risorse immobilizzate, sia un meccanismo che individui il valore delle partecipazioni mediante una valutazione che è considerata affidabile in quanto assicurata dalle regole che presiedono al funzionamento del mercato[369]. I portali di *crowdfunding* costituiscono un mercato esclusivamente primario, dedicato alla sola sottoscrizione di partecipazioni di nuova emissione e non anche alla compravendita delle stesse[370]. Dunque, nella s.r.l. che viene definita "aperta", pur essendo riscontrabile una più o meno ampia "diffusione" delle partecipazioni, è assente la stabile destinazione di esse alle negoziazioni di mercato[371], che invece caratterizza le s.p.a. quotate, alle cui azioni, che sono permanentemente offerte all'investimento del pubblico[372], viene attribuito un prezzo dalle dinamiche del mercato.

Potrebbe, quindi, valere la pena tentare di accostare la figura della s.r.l. "aperta" a quella della s.p.a. con azioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante[373]. Queste, infatti, come le società quotate, «fanno ricorso al mercato del capitale di rischio» ai sensi dell'art. 2325-*bis* c.c., ma, come le s.r.l., lo fanno senza accedere a un mercato regolamentato[374]. A tal riguardo, si deve tenere conto che la recente l. 5 marzo 2024 n. 21 (c.d. *Legge Capitali*) ha sostituito la previgente definizione di emittenti strumenti finanziari diffusi dettata dall'art. 2-*bis* Reg. emittenti (in attuazione dell'art. 116 Tuf e

[369] P. SPOLAORE, *S.r.l. e offerta al "pubblico"*, cit., 65.

[370] A. DENTAMARO, *Apertura della s.r.l. PMI*, cit., 181. Per di più (come osserva P. SPOLAORE, *S.r.l. e offerta al "pubblico"*, cit., 66), anche in fase di emissione i portali di *crowdfunding* differiscono dal mercato tradizionale, perché nei primi il prezzo dei titoli è definito unilateralmente dalla società emittente, non essendo previsto – né in alcun modo attuabile – il meccanismo di valutazione preventiva del valore degli emittendi strumenti finanziari (c.d. *bookbuilding*), che invece caratterizza la maggior parte delle offerte al pubblico funzionali alla quotazione di s.p.a. Sulla procedura per la determinazione del prezzo delle azioni che precede la quotazione delle s.p.a., v. A. PERRONE, *Il diritto del mercato dei capitali*, Milano, 2020, 80; F. VELLA, V. CORRENTE, *La quotazione nei mercati e la negoziazione sui sistemi*, in M. CERA, G. PRESTI (diretto da), *Il testo unico finanziario*, vol. 2, Bologna, 2020, 1036 ss.; C. ANGELICI, *La società per azioni*, cit., 557.

[371] Stabile destinazione alle negoziazioni che rende, nelle s.p.a., ma evidentemente non nelle s.r.l., «quella effettuata tramite lo scambio la forma normale di investimento (e di disinvestimento)» (così, G. FERRI jr, *Investimento e conferimento*, Milano, 2001, 189).

[372] E. LA MARCA, *La società con azioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante: disciplina ancora in cerca di fattispecie*, in *Rivista di diritto dell'impresa*, 2021, 1, 55 s. Sul carattere permanente della negoziabilità delle azioni nel mercato secondario, a differenza del carattere "episodico" dell'offerta sui portali di *crowdfunding*, v. M. CIAN, *Il tipo s.r.l.?*, cit., 308.

[373] In tal senso, v., di recente, N. DE LUCA, A. STAGNO D'ALCONTRES, *Le società*, Torino, 2023, 545, laddove affermano che «il regime delle società (per azioni) che fanno ricorso al mercato di capitale di rischio, per effetto della diffusione delle partecipazioni tra il pubblico in misura rilevante possa trovare applicazione, in tutto o in parte, anche alle PMI innovative e non, costituite in forma di s.r.l».

[374] E. LA MARCA, *La società con azioni diffuse*, cit., 55.

dell'art. 111-*bis* disp. att. c.c., ora entrambi abrogati[375]) con la definizione prevista dal neo-introdotto art. 2325-*ter* c.c.[376]

Nel vigore della precedente nozione di emittente diffuso, nonché della precedente disciplina italiana del *crowdfunding*, fu la stessa Consob ad escludere che le PMI finanziate mediante questo strumento – sia in forma di s.p.a., sia, a maggior ragione, di s.r.l. – potessero essere considerate emittenti diffusi[377]. E invero, con riguardo alle s.r.l.,

[375] Si noti che le nozioni di «società con azioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante», di cui all'art. 2325-*bis* c.c., e di «emittenti strumenti finanziari diffusi tra il pubblico in misura rilevante», di cui agli ormai abrogati artt. 116 Tuf e 2-*bis* Reg. emittenti, non erano esattamente coincidenti: v. F. ANNUNZIATA, *Definizioni e nozioni di base*, cit., 48 ss.; M. MAUGERI, *Lo statuto delle società che fanno ricorso*, cit., 1227 ss.; E. RULLI, *L'acquisto dello status di «società con azioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante» tra volontà dell'emittente ed effettività della diffusione*, in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, 2018, 2, 183; CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, Massima n. 206, 30 Maggio 2023. L'art. 2325-*bis* c.c. non indicava (e non indica) i criteri per individuare le società con azioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante, mentre l'art. 111-*bis* disp. att. indicava che la misura rilevante di diffusione tra il pubblico era la stessa allora stabilita dall'art. 116 Tuf per gli emittenti diffusi non quotati; articolo, quest'ultimo, che demandava alla Consob la definizione, con regolamento, dei criteri di diffusione. Tali criteri erano definiti dall'art. 2-*bis*, Reg. emittenti, i cui primi due commi prevedevano dei requisiti di natura quantitativa (comma 1) e di natura qualitativa (comma 2). In particolare, l'art. ult. cit. definiva gli emittenti azioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante come gli emittenti italiani che, contestualmente:

a) abbiano azionisti diversi dai soci di controllo in numero superiore a 500 che detengano complessivamente una percentuale di capitale sociale almeno pari al 5%;

b) non possano redigere il bilancio in forma abbreviata, in quanto superano due dei tre limiti indicati dall'art. 2435-*bis* c.c.

In aggiunta alla presenza di questi due requisiti *quantitativi*, era necessaria la sussistenza di almeno uno dei seguenti requisiti *qualitativi*, che si verificano quando le azioni:

a) abbiano costituito oggetto di un'offerta al pubblico di sottoscrizione o vendita o corrispettivo di un'offerta pubblica di scambio, divenuta efficace, a prescindere dal numero di adesioni, per la quale sia stato pubblicato il prospetto di offerta ai sensi dell'articolo 94 del Testo unico;

b) abbiano costituito oggetto di collocamento, in qualsiasi forma realizzato, anche rivolto a soli investitori qualificati;

c) siano o siano state negoziate su sistemi multilaterali di negoziazione con il consenso dell'emittente o del socio di controllo, ovvero siano state ammesse alla negoziazione su mercati regolamentati e successivamente siano state oggetto di revoca;

d) siano emesse da banche e siano acquistate o sottoscritte presso le loro sedi o dipendenze.

[376] Il nuovo art. 2325-*ter*, comma 1, c.c. prevede che: «ai fini di cui all'articolo 2325-*bis*, sono emittenti azioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante gli emittenti italiani non quotati in mercati regolamentati italiani i quali abbiano azionisti, diversi dai soci che partecipano in misura superiore al 3 per cento del capitale, in numero superiore a cinquecento che detengano complessivamente una percentuale di capitale sociale almeno pari al 5 per cento e superino due dei tre limiti indicati dall'articolo 2435-*bis*, primo comma».

[377] CONSOB, *Relazione illustrativa degli esiti della consultazione sull'attività delle imprese e degli operatori e sugli interessi degli investitori*, 31 ottobre 2018, in *www.consob.it*, 23 s.: «si rappresenta 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 Regolamento Emittenti, richiesto per l'assunzione della qualifica di emittente diffuso. Infatti, le società che effettuano un'offerta sugli anzidetti portali non sono soggette alle disposizioni in materia di offerte pubbliche di sottoscrizione e vendita, in quanto tali offerte non possono avere un controvalore superiore a cinque milioni. Inoltre, le offerte mediante portali di *equity crowdfunding*

a impedire l'assimilazione con gli emittenti diffusi era, anzitutto, il dato letterale che circoscriveva (e tuttora circoscrive) la caratteristica dell'azionariato diffuso alle s.p.a.[378] In secondo luogo (altro argomento tuttora valido) si consideri che la maggior parte delle s.r.l. *crowdfunded* non supera le soglie oltre le quali è obbligatorio redigere il bilancio ordinario, e quindi non può soddisfare il requisito *quantitativo* previsto, prima, dall'art. 2-*bis*, comma 1, lett. *b)*, Reg. emittenti e, ora, dall'art. 2325-*ter*, comma 1, c.c. In terzo luogo, le società *crowdfunded* difficilmente avrebbero soddisfatto anche i requisiti *qualitativi* di cui all'art. 2-*bis*, comma 2, Reg. emittenti, poiché l'offerta di quote tramite portali non integra un'offerta al pubblico di sottoscrizione o vendita (non potendo, tra l'altro, le offerte di *crowdfunding* superare il valore di 5 milioni di euro[379]) e comunque non implica l'ammissione delle quote a un MTF; l'unico modo per ritenere che fosse soddisfatto uno dei requisiti *qualitativi* indicati dall'art. 2-*bis*, comma 2, Reg. emittenti dipendeva dalla possibilità di considerare il *crowdfunding* come una delle altre forme di "collocamento" a cui la disposizione citata attribuiva rilevanza. Rimaneva comunque il non secondario problema che l'attribuzione della qualifica di emittente diffuso a una società *crowdfunded* avrebbe sottoposto essa a un aggravio disciplinare tale da non

---

rappresentano una forma di sollecitazione del tutto peculiare per la natura dei soggetti coinvolti, per le modalità di effettuazione e per le regole applicabili a tali emittenti. La riconduzione delle offerte tramite portali *on-line* ai requisiti che concorrono a determinare lo *status* di emittente diffuso non sarebbe inoltre coerente con la *ratio* ispiratrice di 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. Tra l'altro, la disciplina degli emittenti diffusi sarebbe applicabile solo alle PMI costituite in forma di s.p.a. e non a quelle costituite in forma di s.r.l. che rappresentano la stragrande maggioranza delle imprese che fanno ricorso all'*equity crowdfunding.* Anche al fine di chiarire tale aspetto, pertanto, nel testo regolamentare è stata inserita la precisazione che le offerte pubbliche che integrano il requisito qualitativo necessario per l'acquisizione dello *status* di emittente diffuso sono solo quelle per le quali è stato pubblicato un prospetto informativo ai sensi dell'attuale disciplina del TUF (artt. 94 e 100) e del Regolamento Emittenti (articolo 34-*ter*), con esclusione quindi delle offerte azionarie realizzate tramite portali *on-line*, le quali sono sotto la soglia quantitativa all'uopo prevista».

[378] Come si è detto nel par. 3, il *nomen* di una società è un elemento tutt'altro che marginale nell'individuazione della disciplina ad essa applicabile.

[379] In Italia, la disciplina delle offerte al pubblico di sottoscrizione e vendita di cui agli artt. 93-*bis* e ss. Tuf, con il conseguente obbligo di prospetto informativo, si applica per le offerte aventi ad oggetto titoli il cui corrispettivo totale di ciascuna offerta nell'Unione Europea, calcolato su un periodo di 12 mesi, superi la soglia di euro 8.000.000 [art. 34-*ter* Reg. Emittenti, come modificato dalla delibera Consob n. 20686 del 9 novembre 2018, mediante la quale è stata innalzata la precedente soglia di euro 5.000.000 alla luce del diritto europeo (art. 3, par. 2, lett. *b*, Reg. UE 2017/1129) che concede agli stati membri la facoltà di individuare una cifra non superiore ad euro 8.000.000 al di sotto della quale gli emittenti siano esentati dalla disciplina del prospetto informativo].

risultare coerente con la *ratio* della disciplina del *crowdfunding*, cioè favorire l'accesso delle PMI al capitale di rischio in maniera semplice ed economica[380].

Le considerazioni appena svolte devono essere confrontate con i mutamenti apportati dalla l. 21/2024. La nuova disciplina sottrae gli emittenti strumenti finanziari diffusi a larga parte degli obblighi cui erano prima soggetti[381]. Ciò potrebbe far risultare meno incoerente l'estensione alla s.r.l. "aperta" del compendio normativo, la cui portata è ormai fortemente ridotta, previsto per le s.p.a. "diffuse". L'operazione non sarebbe, comunque, priva di criticità.

Un rilevante problema, ancora una volta, sarebbe riscontrabile nel dato letterale che circoscrive la disciplina della "diffusione" alle società per azioni. Ma anche trascurando questo aspetto, ulteriore problema deriva dal fatto che il complesso di norme dedicato alle società "diffuse" comprende l'obbligo di dematerializzazione dei titoli partecipativi al capitale[382]. Pertanto, la s.r.l., per rispettare pienamente la disciplina degli emittenti diffusi, dovrebbe fare accesso al regime di dematerializzazione delle quote (come è ora consentito a questo tipo societario dai commi 2-*bis* ss. dell'art. 26, d.l. 179/2012, recentemente introdotti dall'art. 3, d.lgs. 21/2024[383]): tale scelta, però, oltre a richiedere necessariamente la creazione di quote standardizzate, costituisce una mera facoltà per le s.r.l., e comunque solo per quelle che esercitano PMI. Ne consegue che potrebbero conformarsi pienamente alla disciplina degli emittenti "diffusi" solo le s.r.l.-PMI che, oltre a rispettare i requisiti della "diffusione" di cui all'art. 2325-*ter* c.c., abbiano acceduto al regime di dematerializzazione; non potrebbero, invece, conformarsi alla disciplina degli emittenti "diffusi" le s.r.l. che, nonostante rispettino i requisiti della "diffusione", non abbiano acceduto al regime di dematerializzazione, per scelta, oppure

[380] CONSOB, *Relazione illustrativa degli esiti della consultazione sull'attività delle imprese e degli operatori e sugli interessi degli investitori*, 31 ottobre 2018, in *www.consob.it*, 23 s.

[381] Per un primo contributo sul tema, v. E. LA MARCA, *Sub art. 4*, in P. MARCHETTI, M. VENTORUZZO (a cura di), *Commentario al ddl capitali*, in corso di pubblicazione, 2024, dattiloscritto consultato per la gentilezza dell'Autore.

[382] Circa il mantenimento di tale obbligo per gli emittenti "diffusi", anche in seguito alla l. 21/2024, v. E. LA MARCA, *Sub art. 4*, cit.; ASSONIME, *Legge 5 marzo 2024, n. 21: interventi a sostegno della competitività del mercato dei capitali*, Circolare n. 6, 13 marzo 2024, 45.

[383] Su questa nuova disciplina v. *infra* par. 6; e cap. III, par. 12.

perché gli è precluso in quanto non sono PMI[384], ovvero perché, pur essendo PMI, hanno offerto sul portale quote non standardizzate (come tra l'altro avviene nella maggior parte delle offerte di *crowdfunding*). Né sarebbe facile risolvere il problema ritenendo che le s.r.l., una volta raggiunti i requisiti della "diffusione", sarebbero obbligate ad accedere al regime di dematerializzazione: infatti, da un lato, ciò si scontrerebbe comunque con la previsione che limita tale regime alle PMI[385]; dall'altro, ciò richiederebbe che le quote della s.r.l. siano standardizzate, il che non è affatto scontato, posto che i requisiti della diffusione possono essere raggiunti anche offrendo tramite *crowdfunding* quote ordinarie.

Da questa situazione potrebbero derivare evidenti situazioni di incertezza – se non anche di disparità di trattamento – posto che s.r.l. caratterizzate dal medesimo livello di "diffusione" del capitale, eventualmente raggiunto in seguito a campagne di *crowdfunding* ugualmente di successo, sarebbero soggette a discipline diverse a seconda che abbiano offerto quote standardizzate, o meno, e abbiano fatto accesso al regime di dematerializzazione, o meno (il che potrebbe anche non dipendere da una loro scelta, nel caso in cui non siano PMI).

Quel che pare potersi affermare con un sufficiente grando di certezza è che, per integrare i requisiti dell'emittente "diffuso" di cui all'art. 2325-*ter*, comma 1, c.c., non è necessario che la s.r.l. acceda a una "sede di negoziazione" in senso tecnico, posto che i requisiti della "diffusione" possono essere raggiunti, a maggior ragione in seguito a una raccolta di *crowdfunding*, a prescindere dall'accesso a una *trading venue* come gli MTF[386].

---

[384] A tal proposito, non si può evitare di constatare l'irragionevolezza della scelta di escludere dal regime della dematerializzazione le s.r.l. "grandi", cioè proprio quelle s.r.l. che potrebbero più agevolmente rispettare i requisiti della "diffusione".

[385] Il problema pare essere risolvibile solo con l'intervento del legislatore, che potrebbe, auspicabilmente, estendere l'ambito applicativo della previsione che consente la dematerializzazione delle quote anche alle s.r.l. "grandi", al fine di ristabilire una coincidenza tra il bacino di imprese che possono giovarsi del *crowdfunding* e della dematerializzazione: v. *infra*, par. 7.2.

[386] Cfr., con riferimento al sistema precedente rispetto alla c.d. *Legge Capitali*, quando la qualifica di emittente diffuso era subordinata a requisiti sia *quantitativi* che *qualitativi*, l'opinione di S. CORSO, *Le s.r.l. "aperte" al mercato*, cit., 72, secondo la quale, ammesso che una s.r.l.-PMI riuscisse a soddisfare i requisiti *quantitativi* di cui all'art. 2-*bis*, comma 1, Reg. emittenti, l'eventuale rivendita delle quote dopo la campagna di *crowdfunding*, quand'anche facilitata dalla bacheca elettronica predisposta dai portali, non sarebbe stata sufficiente ad integrare il requisito *qualitativo*, previsto dal comma 2, terzo alinea, art. cit., della "negoziazione sui sistemi multilaterali", escludendo così che la s.r.l.-PMI "aperta" potesse qualificarsi come emittente diffuso; tuttavia, l'Autrice affermata che, «in prospettiva *de iure condendo*,

Cionondimeno, il vero "salto di qualità" per la s.r.l. "aperta" potrebbe essere costituito proprio dall'accesso a un MTF[387], qualora lo si ritenesse possibile per questo tipo societario[388]. Solo in tal caso, infatti, la società sarebbe soggetta all'ampio ventaglio di obblighi che sono previsti per gli emittenti che accedono a MTF (obblighi in buona parte analoghi a quelli che, prima della l. 21/2024, gravavano sugli emittenti "diffusi")[389]. Sicché la s.r.l. "emittente MTF" offrirebbe agli aspiranti investitori e ai soci-*crowdinvestor* alcune di quelle tutele di cui si lamenta l'assenza nella s.r.l. *crowdfunded*, tra cui: la più agevole possibilità di *exit*; la formazione dei prezzi delle quote mediante meccanismi trasparenti regolati dalla disciplina del mercato; la certificazione del bilancio ai sensi del d.lgs. 39/2010 (dal cui ambito applicativo la l. 21/2024 ha escluso gli emittenti diffusi), essendo gli emittenti MTF qualificati come "enti sottoposti a regime intermedio"[390]. In sostanza, l'accesso di una s.r.l. a un MTF determinerebbe un mutamento piuttosto rilevante della disciplina a cui essa è sottoposta, nonché delle tutele offerte ai suoi investitori; invece, la mera qualifica di una s.r.l. come emittente diffuso avrebbe conseguenze più limitate.

In definitiva, quand'anche fosse possibile (superando gli anzidetti problemi) che una s.r.l. "aperta" sia qualificabile come emittente diffuso, l'assunzione di tale qualifica sembrerebbe costituire un passaggio successivo ed eventuale rispetto a quello dello svolgimento della campagna di *crowdfunding*. L'offerta sui portali rappresenterebbe un primo, modesto, "scalino" verso l'apertura, ma non consentirebbe, di per sé, di qualificare la s.r.l. come emittente diffuso. Il motivo è dato non solo dal fatto che non necessariamente l'offerta di *crowdfunding* è in grado di consentire alla società di soddisfare i requisiti della "diffusione" di cui all'art. 2325-*ter* c.c., ma anche dal fatto che, pur rispettando tali requisiti, la s.r.l. *crowdfunded*, per salire al successivo "scalino"

---

ove fosse consentita la […] circolazione delle quote tramite piattaforme digitali, potrebbe risultare integrata la diversa fattispecie del "collocamento, in qualsiasi forma realizzato", in grado di determinare teoricamente l'acquisto della qualità di emittente diffuso da parte di una PMI in possesso delle relative soglie dimensionali».

[387] Come osserva E. LA MARCA, *Sub art. 4*, cit., in sostanza, la recente riforma attuata con la l. 21/2024 «sembra considerare le società diffuse come un *minus* rispetto agli emittenti negoziati su MTF».

[388] Sull'eventualità che le s.r.l. accedano a MTF, v. cap. III, par. 12.

[389] Cfr. E. LA MARCA, *Sub art. 4*, cit.

[390] Sul nuovo regime della revisione legale dei conti nelle società diffuse, v. ancora E. LA MARCA, *Sub art. 4*, cit.

degli emittenti diffusi, dovrebbe necessariamente rispettarne la disciplina, e quindi, tra l'altro, accedere al regime di dematerializzazione delle quote.

6. La normativa in materia di *crowdfunding* e di dematerializzazione delle quote: incidenza sulla disciplina della s.r.l. "aperta"…

Come si è detto nel paragrafo 4, la disciplina della s.r.l. "aperta" deve essere rintracciata non solo nell'ambito delle disposizioni codicistiche dedicate a questo tipo societario, ma anche nella disciplina del *crowdfunding*, in quella prevista dall'art. 26 d.l. 179/2012 e, eventualmente, in quella della dematerializzazione degli strumenti finanziari di cui agli artt. 83-*bis* ss. Tuf.

Questi compendi normativi delineano uno statuto che, in una certa misura, amplia il perimetro della disciplina a cui è soggetta la s.r.l. "aperta". La regola relativa alle categorie di quote (art. 26, comma 2, d.l. 179/2012) viene approfondita nel capitolo III (par. 4.2). Qui si intende esaminare l'incidenza che la disciplina del *crowdfunding* e della dematerializzazione possono avere sulla s.r.l. "aperta".

Il *crowdfunding* è attualmente disciplinato dal Regolamento UE 2020/1503 (d'ora in avanti Reg. ECSP)[391], attuato in Italia dal d.lgs. 10 marzo 2023 n. 30[392] (e dalle ulteriori

[391] Il Regolamento ECSP (*European Crowdfunding Service Providers*) è stato emanato il 7 ottobre 2020 e sarebbe dovuto divenire applicabile a partire dal 10 novembre 2021 (art. 50 Reg. ECSP). Tuttavia, l'art. 48 prevedeva che i gestori di piattaforme di *crowdfunding* già autorizzati ai sensi dei previgenti regimi nazionali potevano continuare ad operare, senza adeguarsi alla nuova normativa europea, fino al 10 novembre 2022, data che, però, poteva essere posticipata dalla Commissione europea di uno anno, quindi al 10 novembre 2023. Di tale facoltà la Commissione si è avvalsa emanando il Regolamento delegato n. 1988 del 12 luglio 2022. Pertanto, a partire dal 10 novembre 2023, tutti i gestori di portali di *crowdfunding*, sia quelli di nuova costituzione, sia quelli già precedentemente operanti, sono soggetti alla disciplina del Reg. ECSP, obbligatoria in tutti gli Stati membri, senza possibilità di creare regimi alternativi, a differenza di come si era ipotizzato nella prima proposta di regolamento, secondo la quale la sottoposizione di un portale al regime europeo del *crowdfunding* avrebbe dovuto essere facoltativa, mediante un sistema di *opt-in* (*Proposta di Regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio relativo ai Fornitori Europei di Servizi di Crowdfunding per le imprese*, COM/2018/0113, presentata l'8 marzo 2018, in commento alla quale v. D. VALIANTE, *Il crowdfunding e la nuova proposta di regolamento UE*, in *Rivista di diritto societario*, 2018, 4, III, 959; A. CORBÒ, *L' "equity crowdfunding" e la proposta di Regolamento per l'istituzione di un passaporto europeo*, in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia,* 2020, 1s, 85). L'emanazione del Reg. ECSP è stata accompagnata, il medesimo giorno (7 ottobre 2020), dall'adozione della Direttiva 2020/1504/UE, con la quale vengono apportate modifiche alla Direttiva 2014/65/UE (c.d. MiFID II).

Il Reg. ECSP disciplina sia l'*equity crowdfunding*, relativo alla raccolta di capitale di rischio da parte delle imprese, sia il *lending crowdfunding*, relativo ai prestiti richiesti dalle imprese (sul quale, v. M. PERRINO, *Appunti sul lending-based crowdfunding nel reg. UE 2020/1503*, in *Banca impresa società*, 2022, 1, 27); non contempla, invece, il *peer-to-peer lending*, relativo all'erogazione di prestiti tra privati non imprenditori, scelta, quest'ultima, probabilmente motivata (come osserva MACCHIAVELLO, *The*

European Crowdfunding Service Providers Regulation and the Future of Marketplace Lending and Investing in Europe: the 'Crowdfunding Nature' Dilemma, in *European Business Law Review*, 2021, vol. 32, 3, 557, pubblicato anche in *www.ssrn.com*, 21 maggio 2020, dal quale si cita, 10 e 35) dal fatto che le istituzioni europee prevedono una prossima riforma in materia di credito al consumo (attualmente dettata dalla Direttiva 2008/48/CE, c.d. Consumer Credit Directive) finalizzata, tra l'altro, a disciplinare il *peer-to-peer lending* (*Proposta di direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio relativa ai crediti al consumo*, COM[2021] 347, del 30 giugno 2021, sulla quale v. O.O. CHEREDNYCHENKO, *The proposal for a new EU Consumer Credit Directive: towards responsible lending in the digital age?*, in *Law and financial markets review*, 2021, vol. 15, 3-4, 183; K. SEIN, *Crowdfunding credit services under the new proposal for a new Directive on Consumer Credits*, in *Law and Financial Markets Review*, 2023, vol. 15, 3-4, 221; S. ROSSI, *La nuova proposta di direttiva sul credito al consumo: la sfida dell'Unione Europea per garantire maggiore tutela ai consumatori*, in *Contratto e impresa Europa*, 2021, 2, 485).

La base giuridica del Reg. ECSP è rappresentata dall'art. 114 TFUE, poiché la previsione di un regime unico europeo per il *crowdfunding* rientra tra le «misure relative al ravvicinamento delle disposizioni legislative, regolamentari ed amministrative degli Stati membri che hanno per oggetto l'instaurazione ed il funzionamento del mercato interno» (art. 114, par. 1, TFUE). Nello specifico, la creazione di un quadro normativo unico, agevolando l'operatività *cross-boarder* degli operatori economici attivi nel settore del *crowdfunding*, è considerato un fatto che può contribuire a realizzare la *Capital Market Union*. L'obiettivo perseguito dal legislatore europeo non è stato quello di armonizzare le preesistenti legislazioni nazionali in materia di *crowdfunding*, bensì quello di adottare un'autonoma regolamentazione della materia, applicabile obbligatoriamente in tutti gli Stati membri, volta a sviluppare la dimensione transfrontaliera del fenomeno, dettando norme comuni riguardanti, soprattutto, i requisiti dei fornitori di servizi di *crowdfunding*, le misure di tutela degli investitori e il regime sanzionatorio (Cfr. S. MEZZOCAPO, *Il nuovo regime giuridico del "financial return" crowdfunding nel mercato interno, tra regolamentazione unionale uniforme e passporting UE*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2022, 4, 665 ss.; S. CORSO, *Il regolamento europeo sui fornitori di servizi di crowdfunding: prime considerazioni*, in *Nuove leggi civili commentate*, 2021, 3, 503). La nuova disciplina del *crowdfunding* si applica alle offerte che non superino il valore, nell'arco di dodici mesi, di euro 5.000.000; cifra stabilita poiché «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 del Parlamento europeo e del Consiglio» (così, il Considerando 16, Reg. ECSP). In realtà, in Italia, la Consob, avvalendosi della facoltà concessa dall'art. 3, par. 2, lett. *b*, Reg. UE 2017/1129, ha stabilito (con delibera n. 20686 del 9 novembre 2018) che la soglia al di sopra della quale scatta l'obbligo di pubblicazione del prospetto sia quella di euro 8.000.000.

In data 13 luglio 2022, la Commissione europea ha adottato una serie di Regolamenti delegati (n. 2111 sugli obblighi in materia di conflitti di interesse a carico dei fornitori di servizi di *crowdfunding*; n. 2112 sui requisiti e le modalità per la domanda di autorizzazione come fornitore di servizi di *crowdfunding*; n. 2113 che regola lo scambio di informazioni tra autorità competenti ai fini delle attività di indagine, di vigilanza e di contrasto delle violazioni riguardanti i fornitori europei di servizi di *crowdfunding* per le imprese; n. 2114 sul *test* d'ingresso di verifica delle conoscenze e sulla simulazione della capacità di sostenere perdite per i potenziali investitori non sofisticati in progetti di *crowdfunding*; n. 2115 sul metodo di calcolo dei tassi di *default* dei prestiti offerti su una piattaforma di *crowdfunding*; n. 2116 sulle misure e sulle procedure del piano di continuità operativa dei fornitori di servizi di *crowdfunding*; n. 2117 sui requisiti, i formati *standard* e le procedure per il trattamento dei reclami; n. 2118 sulla gestione individuale di portafogli di prestiti da parte di fornitori di servizi di *crowdfunding*; n. 2119 sulla scheda contenente le informazioni chiave sull'investimento) nonché una serie di regolamenti di esecuzione (n. 2120 sui formati, i modelli e le procedure per la comunicazione delle informazioni sui progetti finanziati attraverso piattaforme di *crowdfunding*; n. 2121 sui formulari, i modelli e le procedure *standard* per la cooperazione e lo scambio di informazioni tra le autorità competenti e l'ESMA; n. 2122 sui formulari, i modelli e le procedure *standard* per la cooperazione e lo scambio di informazioni tra le autorità competenti; n. 2123 sui formulari, i modelli e le procedure *standard* per le notifiche all'ESMA delle prescrizioni nazionali concernenti il *marketing* applicabili ai fornitori di servizi di *crowdfunding* da parte delle autorità competenti).

norme di dettaglio di cui al regolamento Consob adottato con delibera n. 22720 del 1° giugno 2023)[393], che ha sostituito interamente la previgente disciplina italiana in materia[394]. Un confronto tra il nuovo regime e quello precedente risulta proficuo all'analisi.

La disciplina previgente dettava, mediante norme di rango sia primario che secondario, una serie di disposizioni finalizzate alla tutela degli investitori, le quali si dipanavano su due piani: da un lato, vi erano le disposizioni volte alla tutela pre-investimento, di tipo *lato sensu* informativo, che imponevano una serie di obblighi di trasparenza al gestore del portale e all'impresa che effettuava l'offerta[395]; dall'altro, vi

---

[392] Il d.lgs. 30/2023 è stato emanato in attuazione dell'art. 5 della legge di delegazione UE per l'anno 2021 (l. 4 agosto 2022 n. 127) e interviene sui seguenti articoli del Tuf: art. 1, comma 5-*novies* (modificato); art. 4-*sexies*.1 (nuovo articolo inserito); art. 50-*quinquies* (abrogato); art. 100-*ter* (sostituito); art. 190, comma 1-*bis*.1 (modificato); art. 190-*quater* (sostituito).

[393] La delibera n. 22720/2023 è stata adottata, come recita il suo art. 1, ai sensi degli articoli 4-*sexies*.1 e 100-*ter* Tuf.

[394] La precedente disciplina italiana del *crowdfunding* era composta da alcune disposizioni del d.l. 179/2012 (l'art. 26, comma 5, che consente alle s.r.l. di offrire le proprie quote sui portali), del Tuf (l'art. 50-*quinquies*, sulla gestione dei portali, ora abrogato dal d.lgs. 30/2023, poiché l'attività dei portali è interamente disciplinata dal Reg. ECSP; l'art. 100-*ter*, sulle offerte svolte attraverso i portali, ora interamente sostituito dal d.lgs. 30/2023; l'art. 1, comma 5-*novies*, che definiva i portali per la raccolta di capitali e che, ora, dopo essere stato sostituito dal d.lgs. 30/2023, definisce i portali di *crowdfunding* rinviando al Reg. ECSP) e del regolamento Consob sulla raccolta di capitali tramite portali *on-line*, adottato con delibera n. 18592 del 26 giugno 2013 e aggiornato con la delibera n. 21259 del 6 febbraio 2020 (regolamento ora interamente abrogato e sostituito dal nuovo regolamento Consob adottato con la del. 22720/2023 citata nel testo).

[395] Si trattava di una serie di tutele (previste dall'allora vigente regolamento Consob di cui alla del. 18592/2013 citato nella nota precedente) che imponevano al gestore del portale degli obblighi riguardanti sia le informazioni sulla singola offerta che esso doveva fornire all'investitore non professionale (e diverso da quelli "qualificati" indicati dall'art. 24, comma 2-*quater*, reg. cit.), sia, viceversa, le informazioni che doveva assumere dall'investitore non professionale per accertare il suo livello di esperienza e conoscenza nel campo degli investimenti (art. 13, comma 5-*bis*, reg. cit.). Sotto il primo profilo (informazione diretta all'investitore), doveva essere predisposta una scheda informativa contenente tutte le informazioni sull'offerta indicate dall'art. 16 e dall'allegato 3 dello stesso regolamento; inoltre, il gestore doveva accertarsi che l'investitore avesse preso visione delle informazioni di *investor education* esposte sul sito *internet* della Consob (art. 14, comma 1, lett. *k)*, e art. 15, comma 2, lett. *a)*, reg. cit.). Sotto il secondo profilo (informazioni provenienti dall'investitore), invece, il gestore doveva accertarsi che questi fornisse i dati necessari a conoscere il suo livello di istruzione e la sua professione, la sua dimestichezza ed esperienza nel campo degli investimenti finanziari, nonché la sua capacità di sostenere l'eventuale perdita dell'intera somma investita (art. 15, comma 2, lett. *b)* e *c)*, reg. cit.). Una volta ottenute queste informazioni, qualora il gestore – all'esito di un giudizio simile a quello di *appropriatezza* svolto dagli intermediari tradizionali – avesse ritenuto che lo strumento non fosse adatto per il cliente, lo avrebbe dovuto semplicemente avvertire di tale situazione (art. 13, comma 5-*bis*, reg. cit.). Ciò lasciava intendere che l'esito negativo della valutazione non precludesse comunque la possibilità di realizzare l'investimento. Sulle tutele offerte all'investitore dal previgente regime italiano, cfr. N. CIOCCA, *I portali per il crowdfunding*, in M. CIAN, C. SANDEI (a cura di), *Diritto del fintech*, Milano, 2020, 257 ss.; U. MINNECI, *Equity crowdfunding: gli strumenti a tutela dell'investitore*, in *Rivista di diritto civile*, 2019, 2, 509 ss.; A. LAUDONIO, *Equity-based crowdfunding: la protezione degli investitori*

erano tre disposizioni, pur sempre volte alla tutela degli investitori, ma più attinenti al diritto societario o comunque capaci di incidere in vario modo sulla struttura proprietaria della società e sulle dinamiche endosocietarie[396].

La prima[397] richiedeva che, ai fini del perfezionamento dell'offerta sul portale, almeno il 5% del capitale offerto da un'impresa dovesse essere sottoscritto da investitori professionali o da altri soggetti "qualificati" individuati dall'art. 24, comma 2, reg. Consob 18592/2013[398]. Tale disposizione, che imponeva una condizione per il perfezionamento dell'offerta[399], trovava la sua *ratio* nell'attribuzione di una funzione segnaletica all'investimento compiuto dal soggetto qualificato, il quale sarebbe in grado di assicurare una particolare affidabilità all'iniziativa finanziata, così da "guidare" gli investitori non professionali nelle loro scelte[400]. La seconda[401], imponendo un'ulteriore

---

nel prisma delle legislazioni europee e latino-americane, in *Rivista delle società*, 2019, 5-6, 1237. Nell'ambito della tutela preventiva rispetto al momento dell'acquisizione dello *status* di socio rientravano anche il diritto di «recesso» (congegnato, più che come un diritto di recesso in senso tecnico, come uno *ius poenitendi* consumeristico: O. CAGNASSO, *Portale on line e raccolta di capitali di rischio*, in *Nuovo diritto delle società*, 2019, 2, 145 ss.), in base al quale l'aderente all'offerta poteva annullare l'ordine di adesione senza alcuna spesa entro sette giorni dalla data dello stesso (art. 13, comma 5, reg. cit.), e il diritto di «revocare» l'adesione all'offerta quando, tra il momento dell'adesione e quello del perfezionamento dell'offerta, fosse sopravvenuto un fatto nuovo significativo o fosse stato rilevato un errore materiale concernente le informazioni esposte sul portale, e il fatto nuovo o l'errore fossero atti a influire sulla decisione dell'investimento (art. 25, comma 2, reg. cit.).

[396] Di «disposizioni di carattere, *lato sensu*, societario o, comunque, proprietario» discorre P. SPOLAORE, *S.r.l. e offerta al "pubblico"*, cit., 53. Nello stesso senso, N. CIOCCA, *I portali per il crowdfunding*, cit., 259. Sulla distinzione tra norme applicabili prima dell'offerta e norme applicabili alla s.r.l. una volta conclusasi l'offerta, v. anche O. CAGNASSO, *S.r.l. aperta*, cit., 1221 e 1223; F. BRIZZI, *S.r.l. PMI e offerta al pubblico*, cit., 194 ss., secondo il quale, mentre le norme applicabili in fase di investimento sui portali servono a tutelare l'investitore dal rischio di scelte istintive e azzardate, le norme di natura societaria «valgono a garantire *ex ante* l'investitore nei confronti di fatti o di evenienze che potrebbero verificarsi successivamente all'operazione di investimento».

[397] Art. 24, commi 2 e 2-*bis*, reg. Consob 18592/2013, attuativi dell'art. 100-*ter*, comma 2, Tuf, nella sua formulazione precedente rispetto all'entrata in vigore del d.lgs. 30/2023.

[398] In alternativa, era sufficiente il 3% per le offerte effettuate da PMI in possesso della certificazione del bilancio relativo agli ultimi due esercizi precedenti l'offerta, redatto da un revisore contabile o da una società di revisione.

[399] 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 di diritto bancario*, 2018, 1, 152.

[400] Cfr. S. FORTUNATO, *La società a responsabilità limitata*, cit., 124; M. MOZZARELLI, *L'equity crowdfunding in Italia*, cit., 673; U. MINNECI, *Equity crowdfunding: gli strumenti*, cit., 519 s. È stato osservato che questo requisito per l'efficace conclusione di un'offerta «pare emulare la funzione di controllo svolta dagli investitori istituzionali durante il *bookbuilding* nel procedimento di ammissione a quotazione» (P. SPOLAORE, *S.r.l. e offerta al "pubblico"*, cit., 54, ma cfr. S. LOMBARDO, *AIM, SPAC, equity-crowdfunding e private placement. La raccolta di capitale di rischio fra formazione del capitale e protezione degli investitori*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2021, 1-2, 45, ove l'osservazione che «il problema dell'ECF nasce dal fatto che manca un processo di determinazione del prezzo tramite

condizione per lo svolgimento dell'offerta sui portali, prevedeva una forma di *disclosure* dei patti parasociali stipulati dai soci dell'offerente[402]. La terza[403] prevedeva, come condizione per l'ammissione dell'offerta sul portale, che lo statuto della società offerente riconoscesse[404], in favore degli investitori non professionali, una peculiare modalità di *exit* valida per almeno i tre anni successivi alla conclusione dell'offerta: qualora, durante quest'arco temporale, i soci di controllo avessero trasferito il controllo a terzi, gli investitori non professionali avrebbero potuto esercitare il diritto di recesso, ovvero il diritto di co-vendita (*tag along*) delle proprie partecipazioni, ovvero un analogo diritto a cedere le partecipazioni. La *ratio* è individuabile nell'esigenza di consentire ai soci di minoranza di "uscire" dalla società quando ne muta l'assetto proprietario, e in particolare quando cambiano quei soci che avevano proposto l'offerta sui portali[405] e sulle cui capacità gli investitori *retail* avevano riposto la propria fiducia[406].

---

bookbuilding nella fase di IPO e poi mancano meccanismi istituzionalizzati relativi alle negoziazioni sul mercato secondario»). Tuttavia, le criticità della disposizione sono diverse. Per un verso, il novero di investitori professionali o qualificati individuati dalla Consob sarebbe così ampio da far dubitare che un investimento da parte loro abbia in ogni caso una forte efficacia segnaletica della bontà di un progetto (P. SPOLAORE, *S.r.l. e offerta al "pubblico"*, cit., 54, e, per uno studio empirico, avente ad oggetto una nota piattaforma di *crowdfunding* cinese, che dimostra l'importanza che l'investitore *leader* di una campagna di *crowdfunding* possieda qualifiche di alto livello al fine di aumentare il successo della campagna stessa, v. X. LI, Y. TANG, N. YANG, R. REN, H. ZHENG, H. ZHOU, *The value of information disclosure and lead investor in equity-based crowdfunding*, in *Nankai Business Review International*, 2016, 3, 301, reperibile in *www.emeraldinsight.com*). Per altro e opposto verso, potrebbe esservi il rischio che progetti imprenditoriali validi, ma di modesto rilievo economico, non trovino spazio sui portali poiché non sufficientemente significativi da interessare un investitore professionale come una banca (E. FREGONARA, *L'equity based crowdfunding*, cit., 2306; U. PIATTELLI, *Il crowdfunding in Italia*, Torino, 2013, 88).

[401] Art. 24, comma 1, lett. *b)*, reg. Consob 18592/2013.

[402] In particolare, l'ammissione di un'offerta sul portale era subordinata alla condizione che il gestore del portale verificasse la presenza, nello statuto della società offerente, dell'obbligo per i soci di comunicare i patti alla società stessa, nonché di pubblicarli sul sito *internet* della società. La *ratio* sarebbe quella di «mitigare il problema di agenzia che sussiste tra il socio di maggioranza e quello di minoranza. […] Si tratta chiaramente di rimedi la cui portata è estremamente circoscritta e che in qualche modo presuppongono da parte dei soci "da portale" un attivismo in termini di *voice* che consenta loro di proteggersi autonomamente al di fuori di queste specifiche circostanze» (M. MOZZARELLI, *L'equity crowdfunding in Italia*, cit., 681).

[403] Art. 24, comma 1, lett. *a)*, reg. Consob 18592/2013, attuativo dell'art. 100-*ter*, comma 2, Tuf, nella sua formulazione precedente rispetto all'entrata in vigore del d.lgs. 30/2023.

[404] Anche in tal caso, doveva essere il gestore del portale a verificare che lo statuto della società aspirante offerente includesse la clausola di *exit* descritta nel testo.

[405] N. CIOCCA, *I portali per il crowdfunding*, cit., 260. Trattasi di una disposizione che ricorda, anche se con meccanismi più elementari, l'OPA obbligatoria successiva totalitaria (P. SPOLAORE, *S.r.l. e offerta al "pubblico"*, cit., 53). La norma era stata considerata particolarmente significativa sul piano sistematico, tanto che M. CIAN, *S.r.l. PMI, s.r.l., s.p.a.*, cit., 843 ss., ha elaborato una ricostruzione della disciplina della s.r.l. *crowdfunded* capace di individuare una matrice comune tra la s.r.l.-PMI "aperta" e la

Le disposizioni ora richiamate, costituenti una sorta di "mini-statuto" obbligatorio della s.r.l. finanziata tramite portali *online*[407], sono state abrogate dalla nuova disciplina italiana attuativa del Reg. ECSP (d.lgs. 30/2023 e del. Consob 22720/2023)[408]. Invero, l'unica disposizione del Reg. ECSP che, in una certa misura, ripropone il contenuto di una delle tre regole nazionali previgenti è dettata dalla lettera b), della Parte F, dell'Allegato I, ai sensi della quale tra i dati che devono essere riportati nella "scheda contenente le informazioni chiave sull'investimento" (*Key Investment Information Sheet – KIIS*) sembrerebbero poter essere ricompresi anche alcuni tipi di patti parasociali: in particolare, tale scheda deve indicare le «restrizioni cui sono soggetti i valori mobiliari o gli strumenti ammessi a fini di *crowdfunding*, compresi gli accordi tra azionisti o altri accordi che ne impediscono la trasferibilità».

Tra l'altro, le tre norme abrogate, imponendo condizioni e limiti all'esperimento dell'offerta applicabili solo in Italia, non avrebbero potuto essere considerate compatibili con il Reg. ECSP che persegue l'obiettivo di armonizzazione massima, essenziale anche ai fini della *Capital Market Union*[409].

---

s.r.l. grande: il riferimento ai «soci di controllo», presente nella formulazione allora vigente dell'art. 100-*ter*, comma 2, Tuf, suggerirebbe l'idea della necessaria presenza di un socio-imprenditore in posizione di controllo dell'impresa, il quale rappresenterebbe, d'altro canto, proprio quel soggetto sulle cui capacità e sulla cui "intuizione" imprenditoriale i *crowdinvestor* hanno fatto affidamento. La presenza di un soggetto con tali caratteristiche avrebbe una così grande importanza che, in caso di "cambio di controllo", è consentito il recesso ai *crowdinvestor* "scontenti". Allora, sarebbe proprio l'irriducibile presenza di un socio-imprenditore con una partecipazione di controllo a costituire il punto di raccordo tra la s.r.l.-PMI "aperta" e la s.r.l. grande impresa.

[406] Sulla logica *lato sensu* fiduciaria sottesa al *crowdfunding* v. cap. III, par. 2.

[407] Cfr. O. CAGNASSO, *S.r.l. aperta*, cit., 1221 e 1223, secondo il quale l'esistenza di un nucleo di norme (comprensivo anche di quella che prevede la bacheca elettronica) applicabili alla s.r.l. dopo il compimento dell'offerta consente di ritenere che «la fattispecie s.r.l. con quote offerte tramite il *crowdfunding* […] abbia una rilevanza e possa essere qualificata con l'espressione "società aperta"»; e M. CIAN, *Dalla s.r.l. a base personalistica alle quote "finanziarie" e alla destinazione ai mercati: tante s.r.l.?*, in *Studium iuris*, 2019, 12, 1424, secondo il quale l'imposizione degli obblighi di pubblicità dei patti parasociali e di introduzione nello statuto di clausole di *exit* per il caso di "cambio del controllo" sono sintomatici di un «embrione di […] disciplina destinata alla società in ragione del suo carattere aperto».

[408] Cfr. F. BRIZZI, *Offerta al pubblico e circolazione delle quote di s.r.l. in seguito alla novella dell'art. 100-ter T.U.F.: prime riflessioni*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, 2023, 3, 903.

[409] P. SPOLAORE, *S.r.l. e offerta al "pubblico"*, cit., 34, il quale, prima dell'abrogazione delle disposizioni nazionali di cui si tratta, segnalava il rischio che particolari differenze tra le discipline degli Stati membri potessero dare luogo a fenomeni di *forum shopping*. La divergenza tra la disciplina italiana e quelle straniere, peraltro, si sarebbe potuta manifestare in due opposte direzioni: in un senso, le previsioni del regime italiano avrebbero potuto ridurre l'*appeal* del *crowdfunding* perché, condizionando il lancio di una campagna ad ulteriori condizioni, avrebbero posto dei limiti aggiuntivi, non previsti dalla disciplina europea, alle offerte sui portali; in senso opposto, offrendo maggiori tutele agli investitori, quelle stesse

Talune divergenze tra i regimi nazionali, però, possono permanere, come si evince espressamente da alcuni passaggi del Reg. ECSP e dei suoi "considerando".

In primo luogo, rimane affidata agli Stati membri la determinazione delle partecipazioni sociali che possono essere offerte sui portali; infatti, il Regolamento consente l'offerta di «valori mobiliari» (art. 2, par. 1, lett. m, Reg. ECSP), tra cui rientrano le azioni di s.p.a., e di altri «strumenti ammessi a fini di *crowdfunding*» (art. 2, par. 1, lett. n, Reg. ECSP), tra cui si ritiene rientrino le quote di s.r.l., nonostante nella versione italiana del regolamento sia riscontrabile un'incertezza terminologica dovuta al fatto che questi «strumenti» vengono definiti come «le *azioni* di una società privata a responsabilità limitata che non sono soggette a restrizioni che di fatto ne impedirebbero il trasferimento»[410].

---

disposizioni avrebbero potuto attirare più investitori nelle campagne di *crowdfunding* svolte sui portali italiani. Cfr. Considerando 33 e 74 del Reg. ECSP.

[410] L'incertezza si presenta una seconda volta nel medesimo articolo (art. 2, par. 3, Reg. ECSP), laddove si dispone che gli Stati membri hanno l'onere di comunicare annualmente all'Esma i «tipi di società private a responsabilità limitata e le relative *azioni* offerte che rientrano nell'ambito di applicazione del presente regolamento» (corsivo aggiunto). Che la categoria degli «strumenti ammessi a fini di *crowdfunding*» comprenda solo «*azioni*» pare un chiara svista del legislatore per una serie di motivi. Il primo è che la versione italiana del regolamento mostra un'evidente incongruenza se si confronta l'art. 2 con il Considerando 13, pur non avendo quest'ultimo valore normativo. Il Considerando 13, infatti, allude alle quote di s.r.l. come strumento che, oltre alle azioni, può essere offerto sui portali, laddove 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». Il secondo motivo è che l'espressione «valori mobiliari» già comprende al suo interno le *azioni* di s.p.a., quindi la definizione di «strumenti ammessi a fini di *crowdfunding*» sarebbe inutile e ripetitiva se si riferisse solo alle azioni. Il terzo e più importante motivo è che, in altre versioni linguistiche del regolamento, il Considerando 13 e le disposizioni dell'art. 2 (in particolare i citati par. 2, lett. n, e par. 3) appaiono coordinati, sicché sia il primo che le seconde utilizzano, oltre ad un'espressione per indicare la fattispecie partecipativa corrispondente ai «valori mobiliari» («*transferable securities*», «*valores negociables*», «*valeurs mobilières*», «*übertragbare Wertpapiere*»), anche un altro termine, capace di comprendere le partecipazioni in società analoghe alla s.r.l. italiana e corrispondente all'espressione «azioni o quote» contenuta nel Considerando 13 ma non nell'art. 2 della versione italiana («*shares*», «*participaciones*», «*parts*», «*Anteile*»). Per le considerazioni appena svolte, v. S. CORSO, *Il regolamento europeo*, cit., 511 s. (nonché EAD., *Le s.r.l. "aperte" al mercato*, cit., 34 s., e, nello stesso senso, F. BRIZZI, *S.r.l. PMI e offerta al pubblico*, cit., 197 s. *sub* nota 237; ID., *Offerta al pubblico e circolazione*, cit., 899; G. SERAFIN, *Dematerializzazione e tokenizzazione delle quote di s.r.l.: quali sviluppi di un mercato secondario?*, in *Banca impresa società*, 2023, 3, 623), la quale giunge alla conclusione che le quote di s.r.l. possano essere offerte sui portali anche alla luce di «un'interpretazione teleologicamente orientata» motivata dalla «considerazione della perdurante incertezza sulla possibilità di qualificare le quote di s.r.l. come valori mobiliari e della necessità di includerle tra gli "strumenti" ammessi al *crowdfunding*, in quanto la stragrande maggioranza delle imprese che ricorrono a tale canale alternativo di raccolta dei capitali adottano la forma della società a responsabilità limitata». In ogni caso, come prevede l'art. 2, par. 1, lett. n, lo «strumento» ammesso a fini di *crowdfunding* non deve essere

In secondo luogo, rimane immutata la disciplina societaria nazionale delle imprese che raccolgono capitali tramite i portali[411]. Ciò significa, tra l'altro, che il sistema "alternativo" di circolazione delle quote di s.r.l. *crowdfunded* previsto dall'art. 100-*ter*, commi 2 e ss., Tuf è compatibile con il Reg. ECSP[412]. Questo sistema di circolazione delle quote, a differenza delle tre norme latamente "societarie" previste nella previgente disciplina nazionale, costituisce un regime normativo facoltativo finalizzato ad agevolare il trasferimento delle partecipazioni in seguito all'offerta, e non una condizione per l'effettuazione dell'offerta stessa. Si tratta quindi di un regime che attiene ad aspetti di stretto diritto societario, che non interferiscono con la possibilità di compiere l'offerta e che, quindi, non sono presi in considerazione dalla disciplina

«soggett[o] a restrizioni che di fatto ne impedirebbero il trasferimento, comprese restrizioni relative alle modalità di offerta o pubblicizzazione […]»; per questo motivo, S. CORSO, *Il regolamento europeo*, cit., 511 *sub* nota 35, ha ipotizzato che solo le quote di s.r.l.-PMI, potendo essere oggetto di offerta sui portali, rientrassero nella definizione di «strumenti ammessi a fini di *crowdfunding*», mentre le quote di s.r.l. non PMI non vi sarebbero rientrate poiché soggette a una forma di restrizione relativa alla modalità di offerta. Quest'ultima considerazione andrebbe probabilmente corretta alla luce del fatto che il nuovo d.lgs. 30/2023 consente a tutte le s.r.l., non solo alle PMI, di offrire le proprie quote sui portali. Concordi nel senso che tra gli «strumenti ammessi ai fini di *crowdfunding*» rientrino anche le quote di s.r.l.: F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato dei capitali*, Torino, 2023, 421; P. SPOLAORE, *S.r.l. e offerta al "pubblico"*, cit., 43. Infine, si segnala che, dal documento ESMA, *European Crowdfunding Service Providers For Business Regulation (2020/1503). Miscellaneous Reporting To Esma*, pubblicato il 10 novembre 2021, aggiornato da ultimo il 31 maggio 2023, reperibile in *www.esma.europa.eu*, risulta che l'Italia abbia adempiuto all'onere di comunicare all'Esma i «tipi di società private a responsabilità limitata» che rientrano nell'ambito applicativo del Reg. ECSP, indicando la società a responsabilità limitata [e identica comunicazione è stata effettuata, almeno alla data del 31 maggio 2023, dalla Spagna, in relazione alla *Sociedad de responsabilidad limitada* (*S.R.L.*), dall'Irlanda, in relazione alla *Private company limited by shares* (*LTD*) e alla *Designated activity company* (*DAC*), e dalla Romania, in relazione alla *Societate cu raspundere limitata* (*S.R.L.*)].

[411] P. SPOLAORE, *S.r.l. e offerta al "pubblico"*, cit., 35, che osserva come l'intenzione del legislatore europeo di non intervenire nel campo del diritto societario proprio degli Stati membri si evinca dai considerando 13 e 14 del Reg. ECSP.

[412] Cfr. P. SPOLAORE, *S.r.l. e offerta al "pubblico"*, cit., 34 ss., ove il ragionamento esposto nel testo viene svolto in visione prospettica, prima che il Reg. ECSP acquisisse vigenza e che il Governo italiano varasse il d.lgs. 30/2023. L'Autore, quindi, ipotizzava che, una volta vigente il Reg. ECSP, le norme italiane di portata *lato sensu* "societaria" dedicate alle società *crowdfunded* (norme illustrate *supra* nel testo) sarebbero risultate incompatibili col Regolamento, ad eccezione di quelle sul sistema di circolazione alternativo. Nello stesso senso, F. BRIZZI, *S.r.l. PMI e offerta al pubblico*, cit., 197 *sub* nota 196, osservava, prima dell'intervento del d.lgs. 30/2023, l'incompatibilità con il Reg. ECSP della regola della sottoscrizione minima da parte di investitori qualificati quale condizione di perfezionamento dell'offerta; E. MACCHIAVELLO, *The Challenges Awaiting the European Crowdfunding Services Providers Regulation: Ready for Launch?*, in *Nordic Journal of Commercial Law*, 2022, 2, 103, la quale, prima del d.lgs. 30/2023, svolgeva un ragionamento analogo in relazione alla necessaria presenza, nello statuto della società offerente, di una clausola di recesso o di *tag-along* attivabile in caso di "cambio di controllo". Cfr., nel senso che sarebbe stato opportuno mantenere sia la norma sul diritto di recesso o di covendita nel caso di "cambio del controllo", sia, pur apportandole alcuni miglioramenti, la norma che richiede la sottoscrizione da parte di un investitore professionale di una determinata quota dell'offerta, U. MINNECI, *Sviluppi normativi in tema di piattaforme*, cit., 93 *sub* nota 22.

europea[413]. Il d.lgs. 30/2023, coerentemente, ha mantenuto la disciplina della circolazione "alternativa" delle quote di s.r.l., riscrivendola (nell'ambito dell'integrale sostituzione dell'art. 100-*ter* Tuf) in maniera sostanzialmente identica a quella precedente.

Il nuovo nucleo di disposizioni "societarie" riservato esclusivamente alle s.r.l. finanziate sui portali, dunque, appare decisamente più ristretto rispetto a quello, già minimale, previsto dal sistema nazionale previgente; sostanzialmente, si esaurisce nella facoltà – o nell'obbligo, secondo alcuni autori[414] – di adottare il sistema alternativo di trasferimento delle quote di partecipazione sottoscritte tramite l'offerta di *crowdfunding*[415].

Si può ritenere che il legislatore europeo, nell'intento di offrire adeguata protezione agli investitori *retail*, abbia privilegiato le tutele attuabili in fase di investimento sui portali (tra le quali gli obblighi informativi e il *test* di appropriatezza)[416], piuttosto che durante il rapporto societario, verosimilmente perché trattasi di tutele più facilmente applicabili in maniera uniforme in tutti gli Stati membri, così offrendo l'ulteriore tutela

[413] P. SPOLAORE, *S.r.l. e offerta al "pubblico"*, cit., 37 s.

[414] P. SPOLAORE, *S.r.l. e offerta al "pubblico"*, cit., 55 ss.

[415] Oltre all'obbligo informativo, con riflessi almeno latamente di diritto societario, di indicare nel *KIIS* gli accordi tra soci che limitano la trasferibilità delle quote (v. *supra* nel testo).

[416] Le tutele offerte nei confronti dei *crowdinvestor* non sofisticati (cioè non rientranti tra gli investitori sofisticati come definiti dall'Allegato II del Reg. ECSP) consistono nelle seguenti misure: *a)* obblighi informativi a carico sia del gestore del portale, che deve informare i clienti delle caratteristiche, dei costi e dei rischi relativi all'investimento sui portali (art. 19 Reg. ECSP), sia dell'impresa offerente, che deve redigere la scheda contenente le informazioni chiave sull'investimento (art. 23); *b)* l'obbligo per i fornitori di servizi di *crowdfunding* di valutare se i servizi che offrono sono *appropriati* all'aspirante investitore, chiedendogli di fornire informazioni circa la sua esperienza, i suoi obiettivi di investimento, la sua situazione finanziaria e la sua capacità di comprendere i rischi legati all'investimento in generale e all'investimento mediante *crowdfunding* (art. 21, par. 1-6) (in merito all'*entry knowledge test*, per l'osservazione che esso rappresenta un ibrido tra un *test* di appropriatezza e un *test* di adeguatezza della disciplina MiFID, nonostante l'art. 21, par. 1, Reg. ECSP lo presenti come un *test* volto a mirare se un investimento è "appropriato" a un aspirante investitore, v. S. MEZZOCAPO, *Il nuovo regime giuridico*, cit., 687 s.; nonché, sulla confusione tra *appropriateness* e *suitability*, generata dall'esigenza di creare un «difficult compromise among different Member States' views», E. MACCHIAVELLO, *The European Crowdfunding Service Providers Regulation and the Future of Marketplace Lending and Investing in Europe: the 'Crowdfunding Nature' Dilemma*, in *European Business Law Review*, 2021, vol. 32, 3, 557, pubblicato anche in *www.ssrn.com*, 21 maggio 2020, dal quale si cita, 30); *c)* l'obbligo per i fornitori di servizi di *crowdfunding* di inviare, all'investitore non sofisticato che stia per compiere un investimento per un ammontare superiore all'importo più elevato tra 1000 euro e il 5% del proprio patrimonio netto, una particolare avvertenza sui rischi, chiedendogli anche un esplicito consenso all'investimento (art. 21, par. 7); *d)* la previsione, per gli investitori non sofisticati, di un periodo di riflessione precontrattuale (con effetto analogo allo *ius poenitendi* consumeristico) della durata di quattro giorni (non più sette come nella previgente disciplina italiana) durante i quali l'investitore può revocare la propria adesione all'offerta senza incorrere in penalità (art. 22).

della certezza in merito al trattamento riservato ai *crowdinvestor* in ogni ordinamento europeo[417]. D'altro canto, imporre disposizioni in grado di spiegare effetti nel diritto societario degli Stati membri avrebbe richiesto un intervento di respiro ben più ampio rispetto alle finalità della disciplina del *crowdfunding*[418].

Peraltro, l'idea che un regime alternativo per la circolazione delle quote di s.r.l. possa aumentare l'attrattività dell'investimento nel capitale di rischio delle stesse pare essere condivisa dalla recente l. 21/2024 (c.d. *Legge Capitali*), il cui art. 3, rubricato «dematerializzazione delle quote di piccole e medie imprese», introduce tre nuovi commi (2-*bis*, 2-*ter* e 2-*quater*) nell'art. 26 del d.l. 179/2012. In virtù del nuovo comma 2-*bis*, le quote standardizzate (cioè quote che hanno uguale valore e conferiscono uguali diritti) emesse da s.r.l.-PMI «possono» esistere in forma scritturale ai sensi dell'art. 83-*bis* Tuf (che prevede l'obbligo di dematerializzazione per i valori mobiliari ammessi alla negoziazione e la facoltà di dematerializzazione per gli altri strumenti finanziari). Alle quote standardizzate emesse in forma scritturale si applica la disciplina della gestione accentrata in regime di dematerializzazione dettata dagli artt. 83-*bis* e seguenti del Tuf (così il nuovo comma 2-*ter*, art. 26, d.l. 179/2012). È inoltre prevista, per le società che si avvalgono di tale regime alternativo, l'obbligatoria tenuta del libro dei soci, che deve essere aggiornato quando si verificano le medesime circostanze al ricorrere delle quali, in base all'art. 83-*undecies*, comma 1, Tuf, devono aggiornarlo anche le società per azioni (così il nuovo comma 2-*quater*, art. 26, d.l. 179/2012).

Si delinea, alla luce di quest'ultimo intervento legislativo, un quadro piuttosto complesso delle facoltà concesse alle s.r.l. con riguardo alle tecniche alternative di circolazione delle quote. Il tema sarà ripreso nel Capitolo III, nell'ambito dell'esame degli strumenti potenzialmente atti ad agevolare il disinvestimento delle quote di s.r.l.

[417] Cfr. Considerando 6 del Reg. ECSP: «Le differenze tra le normative nazionali esistenti sono tali da ostacolare la prestazione transfrontaliera di servizi di *crowdfunding* e incidono pertanto direttamente sul funzionamento del mercato interno di tali servizi. In particolare, il fatto che il quadro giuridico sia frammentato lungo i confini nazionali crea notevoli costi legali per gli investitori al dettaglio che spesso si trovano di fronte a difficoltà nel determinare quali norme si applichino ai servizi di *crowdfunding* transfrontalieri. Tali investitori sono pertanto di norma disincentivati dall'investire a livello transfrontaliero attraverso le piattaforme di *crowdfunding* […]».

[418] Sulle difficoltà che incontra la creazione di un vero e proprio diritto societario europeo, v. A. FRIGNANI, *Diritto societario europeo. Evoluzione e criticità*, in *Diritto ed economia dell'impresa*, 2017, 1, 68 ss., e, in generale sul tema dell'armonizzazione del diritto societario, P. MONTALENTI, *Il diritto societario europeo*, in *Rivista di diritto societario*, 2022, 6, 963.

Qui, basti anticipare che il summenzionato statuto della s.r.l. finanziata mediante *crowdfunding* potrebbe risultare più esteso, poiché al regime di circolazione previsto dall'art. 100-*ter* Tuf si affianca quello previsto dai nuovi commi 2-*bis* e ss. dell'art. 26 d.l. 179/2012; tuttavia, mentre il primo regime è riservato alle quote offerte tramite *crowdfunding*[419], a prescindere dal fatto che siano quote ordinarie, o di categoria, e che siano, o meno, standardizzate, il secondo è riservato alle quote standardizzate, senza che necessariamente siano state oggetto di offerta tramite *crowdfunding*. Quindi, almeno per le quote standardizzate offerte tramite i portali *online*, risultano astrattamente applicabili entrambi i regimi.

Peraltro, i problemi di coordinamento tra la disciplina dettata dall'art. 26, commi 2-*bis* e ss., d.l. 179/2012 e quella dettata dall'art. 100-*ter* Tuf si estendono anche sul piano dell'individuazione delle società che hanno facoltà di servirsi di questi strumenti, poiché la prima norma circoscrive l'applicabilità del regime di circolazione da essa previsto alle PMI in forma di s.r.l., mentre la seconda si riferisce alla s.r.l. senza ulteriori specificazioni. Quest'ultimo aspetto viene trattato nei seguenti paragrafi.

7. (*Segue*) …e sul requisito dimensionale di PMI.

L'avvento del d.lgs. 30/2023 incide notevolmente sull'ambito applicativo delle deroghe al regime codicistico della s.r.l. In questo lavoro si è ampiamente utilizzato il concetto di PMI, illustrando come questa categoria di imprese, soprattutto a seguito della crisi del 2008, abbia ricevuto grandi attenzioni da parte del legislatore europeo e italiano. Si è anche detto che l'obiettivo di agevolare le PMI nella provvista di capitali mediante canali alternativi a quello bancario ha richiesto, essendo tali imprese in gran parte costituite in forma di s.r.l., che fossero previste una serie di deroghe alla disciplina codicistica di questo tipo societario. In particolare, le deroghe previste dall'art. 26 d.l. 179/2012 (consistenti nella possibilità di creare categorie di quote, di eseguire offerte di quote sui portali di *crowdfunding* e di compiere operazioni sulle proprie quote) erano originariamente riservate alle *start-up* innovative in forma di s.r.l. e, negli anni

[419] In realtà, che il regime alternativo di circolazione previsto dai commi 2 e ss. dell'art. 100-*ter* Tuf sia riservato alle quote offerte tramite *crowdfunding* non è espressamente disposto dal testo delle disposizioni; tuttavia, lo si può ragionevolmente intuire dal fatto che sia il comma 2 che il comma 4 dell'art. cit. facciano riferimento al compimento di un'offerta di *crowdfunding*.

successivi, sono state estese, dapprima, alle PMI innovative e, infine, a tutte le PMI. L'evidente *ratio* di queste scelte legislative, come emerge dalla trattazione svolta nel Capitolo I, è quella di favorire la costituzione e la crescita delle imprese di dimensioni minori, anche nei settori innovativi, al fine di perseguire i desiderati obiettivi di sviluppo del sistema economico nazionale ed europeo[420].

Dunque, il concetto di PMI è sempre stato centrale per le politiche legislative di cui si tratta, in quanto delimita il loro ambito di operatività, e proprio su questo profilo ha inciso la nuova disciplina del *crowdfunding*. Tuttavia, prima di proseguire l'analisi degli effetti che il nuovo regime regolatorio del *crowdfunding* ha prodotto sulla s.r.l., conviene, essendo questo tipo societario intimamente legato alle imprese medio-piccole, analizzare la portata del termine PMI.

7.1. La nozione di PMI.

Le imprese possono essere oggetto di diverse classificazioni, il più delle volte basate su elementi di natura quantitativa[421], che variano dal numero di soci[422] ad altri più

[420] Peraltro (come si è evidenziato nel cap. I, par. 9), la delimitazione dell'ambito di applicazione delle deroghe alle sole PMI, pur rispondendo a precise scelte di politica legislativa, è avvenuta non senza dare luogo ad alcune incongruenze, come quella causata dal fatto che, mentre le s.r.l. meno affidabili, in quanto di piccole dimensioni o di nuova costituzione, possono usufruire di strumenti che gli consentono di attirare nuovi investitori, alle s.r.l. più stabili e affidabili, in quanto di grandi dimensioni, tali facoltà sono invece precluse.

[421] Ciò non toglie che le società, oltre a poter essere classificate in base a criteri economico-patrimoniali, di natura quantitativa, vengono frequentemente classificate anche in base al criterio qualitativo dell'accesso al mercato, che solo indirettamente si ricollega ad aspetti dimensionali, nella misura in cui, tendenzialmente, le società che accedono al mercato sono quelle di dimensioni maggiori (G. PERONE, *Il tipo di società*, cit., 100).

[422] Il criterio distintivo del numero dei soci è molto utilizzato nella trattazione dei problemi legati alla cosiddetta s.r.l. "aperta", e infatti vi si fa ampio riferimento anche in questo lavoro. Tuttavia, si ribadisce che questo criterio, pur potendo risultare utile per descrivere le diverse finalità economico-sociali a cui sono tendenzialmente destinati i differenti tipi societari (nel senso che si intende la s.p.a. come il tipo legale preferibile per le iniziative economiche che vedono la partecipazione di numerosi soci e la s.r.l. come il tipo tendenzialmente destinato alle imprese con compagine sociale ristretta) non possiede, però, almeno nell'ordinamento italiano, alcuna rilevanza normativa in merito alla scelta del tipo societario da adottare per una determinata iniziativa economica, salvo poche eccezioni. Tra le eccezioni, vi sono quella relativa alle società cooperative, che devono essere composte da almeno nove soci, o tre nel caso in cui la cooperativa abbia forma di s.r.l. e i soci siano tutti persone fisiche (art. 2522 c.c.), e quella relativa alle società di persone, che devono presentare almeno due soci per non incorrere nello scioglimento dovuto alla perdita della pluralità dei soci (art. 2272 c.c.) (G. PERONE, *Il tipo di società*, cit., 92). Inoltre, un caso particolare in cui il numero dei soci acquisisce una rilevanza giuridica è quello delle società con azioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante, per le quali il legislatore, tra gli indici di "diffusione", prende in considerazione anche il numero di azionisti. Per un'analisi della rilevanza che il numero dei soci può assumere nella vita di una società, v. M. STELLA RICHTER jr, *Prime notazioni sul numero dei soci*, in U.

squisitamente economico-patrimoniali, come il fatturato annuo, l'importo del capitale o del patrimonio, il numero dei dipendenti[423]. Sono questi ultimi, quelli di natura economico-patrimoniale, gli elementi su cui si basano le diverse definizioni di PMI che si rinvengono nell'ordinamento[424]. Le più rilevanti sono[425]:

1) quella prevista dalla Raccomandazione 2003/361/CE, allegato 1, art. 2, par. 1, secondo la quale sono PMI le «imprese che occupano meno di 250 persone, il cui

---

MORERA, G. OLIVIERI, M. STELLA RICHTER jr (a cura di), *La rilevanza dei numeri nel diritto commerciale*, Milano, 2001, 73 ss.

[423] G. PERONE, *Il tipo di società*, cit., 91.

[424] Differenziazioni di disciplina basate sulle dimensioni dell'attività trovano spazio anche nel codice civile, laddove viene dedicata una peculiare disciplina al piccolo imprenditore (art. 2083 c.c.). A tal proposito, però, è importante sottolineare che il legislatore del 1942 ha inteso basare la distinzione tra imprenditore "piccolo" e "non piccolo" non solo su aspetti quantitativi, bensì anche – e soprattutto – su aspetti qualitativi, cioè la prevalenza del lavoro sul capitale e dell'attività esecutiva dell'imprenditore sull'organizzazione. Questo aspetto è enfatizzato anche nella manualistica: v., con diversità di argomentazioni, G. FERRI, *Manuale di diritto commerciale*, 16° ed., a cura di C. Angelici e G.B. Ferri, Milano, 2019, 26 ss., e G.F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale. Diritto dell'impresa*, 7° ed., a cura di M. Campobasso, Milano, 2013, 60 s. Sulla perdita di rilevanza della figura del piccolo imprenditore *ex* art. 2083 c.c. e sulla conseguente maggiore centralità della nozione di PMI nelle più recenti politiche economiche, v. E. DESANA, *PMI innovative, PMI e società a responsabilità limitata: una rivoluzione copernicana?*, in M. IRRERA (a cura di), *La società a responsabilità limitata*, cit., 52 ss.

[425] Si escludono da questa ricostruzione alcune definizioni di PMI, della cui inapplicabilità alla s.r.l. che si avvale delle deroghe di cui al d.l. 179/2012 la dottrina sembra non dubitare (cfr. C. MALBERTI, *La nozione di PMI costituita in forma di società a responsabilità limitata*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, 2021, 3, 1204 ss.). La prima sarebbe la definizione offerta dalla Direttiva 2013/34/UE (relativa al bilancio di esercizio e a quello consolidato), il cui art. 3, par. 3, definisce «medie imprese» quelle che, alla data di chiusura del bilancio, non superano determinati limiti dimensionali relativi all'ammontare dell'attivo, dei ricavi netti e al numero di dipendenti. Questa nozione di PMI (*rectius*, di media impresa) può essere esclusa sia per il carattere espressamente settoriale della stessa (rileva infatti ai soli fini della normativa in materia di bilancio), sia perché la disposizione si limita ad indicare le soglie massime a cui gli Stati membri devono attenersi per qualificare un'impresa come media ai fini contabili, ben potendo i legislatori nazionali prevedere soglie inferiori, come ha fatto quello italiano nel disciplinare il bilancio in forma abbreviata (art. 2435-*bis*). Pertanto, una norma prevista da un direttiva UE, che, oltre ad essere dichiaratamente diretta a regolare un preciso settore di disciplina (quello del bilancio), potrebbe essere applicata in maniera difforme da diversi Stati membri, appare poco adatta ad individuare la nozione di PMI rilevante per l'ambito di disciplina che qui interessa. Per un commento a questa definizione di PMI, v. O. CAGNASSO, *Tipi societari, categorie, "varianti" e la rilevanza delle dimensioni dell'impresa. Il "caso" del bilancio in forma abbreviata*, in *Giurisprudenza italiana*, 2016, 11, 2527. La seconda nozione di PMI da escludere è quella di cui all'art. 1, comma 1, lett. *w-quater.1)*, Tuf, ai sensi del quale, «fermo quanto previsto da altre disposizioni di legge», sono piccole e medie imprese emittenti azioni quotate quelle che «abbiano una capitalizzazione di mercato inferiore a 1 miliardo di euro» (soglia di recente innalzata dall'art. 2, l. 21/2024, rispetto alla precedente che era di 500 milioni di euro). L'esclusione di questa definizione dipende dal fatto che essa fa specifico riferimento alle "azioni quotate" e non può, quindi, considerarsi applicabile alle s.r.l.

fatturato annuo non supera i 50 milioni di EUR oppure il cui totale di bilancio annuo non supera i 43 milioni di EUR»[426];

2) e quella prevista dal Regolamento UE 2017/1129, art. 2, par. 1, lett. *f)*, che identifica le PMI nel seguente modo:

«*i)* società che in base al loro più recente bilancio annuale o consolidato soddisfino almeno due dei tre criteri seguenti: numero medio di dipendenti nel corso dell'esercizio inferiore a 250, totale dello stato patrimoniale non superiore a 43 000 000 EUR e fatturato netto annuale non superiore a 50 000 000 EUR; oppure

ii) piccole e medie imprese quali definite all'articolo 4, paragrafo 1, punto 13, della direttiva 2014/65/UE».

La diversità della disposizione del Regolamento rispetto a quella della Raccomandazione è rinvenibile non solo nella presenza di una duplice definizione (negli alinea *i* e *ii*), ma anche nel fatto che la prima delle due definizioni (quella indicata nell'alinea *i*) attribuisce una rilevanza alle tre soglie dimensionali diversa rispetto a quella che alle stesse soglie viene attribuita dalla Raccomandazione[427].

L'art. 26 d.l. 179/2012, nel prevedere le deroghe al diritto societario di cui possono beneficiare le s.r.l.-PMI, non chiarisce a quale definizione di PMI si debba fare riferimento. Invece, almeno due utili indicazioni potevano rinvenirsi nella disciplina del *crowdfunding* dettata dal Tuf, prima che venisse modificata dal d.lgs. 30/2023.

La prima indicazione era contenuta nell'art. 1, comma 5-*novies*, Tuf, che definiva il «portale per la raccolta di capitali per le piccole e medie imprese e per le imprese sociali» in questo modo: «una piattaforma *on-line* che abbia come finalità esclusiva la facilitazione della raccolta di capitale di rischio da parte delle piccole e medie imprese,

[426] Per un'approfondita analisi del concetto di PMI nella Raccomandazione 361/2003/CE si rinvia a P. FERONE, *La determinazione del perimetro di valutazione nelle PMI*, in *Nuovo diritto delle società*, 2019, 3, 359 ss.

[427] In particolare, secondo la Raccomandazione, il limite massimo del numero dei dipendenti non deve mai essere superato, ma degli altri due limiti (il fatturato e il totale dell'attivo) può esserne alternativamente superato uno; mentre, secondo la definizione dettata dal Regolamento, affinché una società possa essere qualificata come PMI è sufficiente che due qualsiasi delle tre soglie non vengano superate. Sostanzialmente, la Raccomandazione attribuisce importanza preminente al requisito del numero dei dipendenti, mentre il Regolamento tratta nel medesimo modo tutti e tre i requisiti (cfr. S. FORTUNATO, *La società a responsabilità limitata*, cit., 33 *sub* nota 20). Inoltre, la Raccomandazione prevede anche (all'art. 4, par. 2, dell'allegato I) che la perdita della qualifica di PMI avviene quando le soglie indicate vengano superate per due esercizi consecutivi, norma invece non replicata nel Regolamento.

come definite dall'articolo 2, paragrafo 1, lettera f), *primo alinea*, del regolamento UE 2017/1129». Questa norma, quindi, per individuare le PMI che potevano offrire le proprie partecipazioni sui portali, rinviava specificamente all'alinea *i)* del Regolamento UE 2017/1129.

La seconda indicazione era contenuta nell'art. 100-*ter*, comma 1, Tuf, il quale[428] disponeva che potevano avvalersi del *crowdfunding* le «piccole e medie imprese, come definite dall'articolo 61, comma 1, lettera *h)* [del Tuf]». Quest'ultima norma definisce le PMI rinviando alla nozione di cui al Regolamento UE 2017/1129, ma senza specificare a quale alinea si debba fare riferimento.

Pertanto, dalla disciplina del *crowdfunding* dettata dal Tuf (in particolare dai suoi artt. 1, comma 5-*novies* e 100-*ter*, comma 1, appena analizzati) poteva ricavarsi che la definizione di PMI a cui fare riferimento fosse quella di cui al Regolamento, e non alla Raccomandazione.

Queste disposizioni contenute nel Tuf, però, risolvevano solo in parte la questione, lasciando aperti almeno due problemi. Il primo problema verteva sulla possibilità di attribuire rilevanza ad entrambi gli alinea della definizione del Regolamento e veniva risolto, dalla prevalente dottrina, nel senso che l'unico alinea rilevante ai fini della definizione di PMI utile per individuare le società che potevano accedere al *crowdfunding* fosse il primo, poiché il secondo alinea, rinviando alla nozione di PMI di cui all'art. 4, par. 1, punto 13), della c.d. Direttiva MiFID (Dir. 2014/65/UE), che fa riferimento al «valore di borsa» della società[429], appariva esorbitante rispetto alla materia delle s.r.l. che offrono le proprie quote sui portali di *crowdfunding* (vicenda a cui senza dubbio non consegue una "quotazione" in senso tecnico)[430]. Il secondo problema nasceva dal fatto che le due disposizioni del Tuf sopra richiamate (cioè l'art. 1, comma 5-*novies*, e l'art. 100-*ter*, comma 1), chiarivano quali fossero le PMI che

[428] Si fa riferimento alla formulazione che il comma 1 dell'art. 100-*ter* Tuf aveva assunto in seguito alla modifica apportata dal d.lgs. 165/2019.

[429] Art. 4, par. 1, punto 13), Dir. 2014/65/UE (c.d. Direttiva MiFID): «"piccola o media impresa": un'impresa che ha una capitalizzazione di borsa media inferiore a 200 000 000 EUR sulla base delle quotazioni di fine anno dei tre precedenti anni civili».

[430] O. CAGNASSO, *La s.r.l. piccola e media impresa (P.M.I.)*, cit., 88. Tuttavia, nel senso che la nozione di PMI rilevante per individuare le s.r.l. autorizzate ad accedere ai portali di *crowdfunding* potesse essere ricavata non solo dall'alinea *i)*, ma anche dall'alinea *ii)* (nonostante apparentemente sia riferibile solo alle società quotate) v. l'attenta analisi di C. MALBERTI, *La nozione di PMI*, cit., 1195.

potevano godere della deroga al diritto societario consistente nella possibilità di offrire le proprie quote sui portali di *crowdfunding*, lasciando irrisolto il dubbio in merito alla nozione di PMI da applicare con riferimento alle altre due deroghe al diritto societario previste dall'art. 26 d.l. 179/2012 (la creazione di categorie di quote e l'acquisto di quote proprie). Si poteva quindi essere indotti a ritenere – contro ogni buon auspicio di coerenza del sistema – che le tre ipotesi derogatorie non fossero necessariamente accomunate dall'applicabilità al medesimo bacino di imprese[431].

Sono evidenti le difficoltà nell'individuare la più corretta nozione di PMI da utilizzare ai fini che qui interessano, tanto che la dottrina si è prodigata in articolate e talvolta contrastanti ricostruzioni[432], e la situazione non è stata semplificata dal nuovo d.lgs. 30/2023, come si illustra nel prossimo paragrafo.

---

[431] L'evenienza di dover individuare diverse nozioni di PMI a seconda della deroga al diritto societario che si prenda in considerazione è da escludere secondo parte degli autori, tra cui S. FORTUNATO, *La società a responsabilità limitata*, cit., 33 *sub* nota 20; C. RINALDO, *La multiformità della s.r.l.*, cit., 1522. In senso contrario, v. G. ZANARONE, *La s.r.l. A vent'anni dalla riforma*, cit., 591 ss., secondo il quale per rientrare nell'ambito di applicazione della disciplina del *crowdfunding* è sufficiente che la s.r.l. sia una PMI ai sensi del Regolamento, mentre, qualora essa sia una PMI ai sensi della Raccomandazione, potrebbe godere anche delle altre deroghe al diritto societario. È però importante specificare che gli Autori citati in questa nota si sono espressi quando ancora non era stato adottato il d.lgs. 30/2023, che, come si dirà *infra* nel testo, ha completamente espunto dalla normativa italiana del *crowdfunding* qualunque riferimento esplicito alla definizione di PMI di cui al Regolamento.

[432] Una serie di indici (per un'ampia descrizione dei quali, v. C. MALBERTI, *La nozione di PMI*, cit., 1209, donde è tratta parte della seguente ricostruzione, ove non diversamente segnalato) potrebbe portare a preferire la definizione di PMI contenuta nella Raccomandazione. In primo luogo, si tratta di una definizione di portata generale, non limitata ad uno specifico settore di disciplina e destinata tanto alle istituzioni europee quanto agli Stati membri (infatti, con questa definizione, come afferma il Considerando 1 della Raccomandazione, si intende offrire una nozione che sia utile per costituire una base di «regole comuni», necessarie «nell'ottica del mercato unico privo di frontiere interne»). In secondo luogo, il legislatore italiano ha già espresso una preferenza per questa definizione quando l'ha utilizzata nell'art. 4, d.l. 3/2015, per definire la «PMI innovativa», qualifica che definisce la categoria di imprese alla quale, insieme a quella delle *start-up* innovative, era riservata l'applicazione delle deroghe al diritto societario di cui all'art. 26 d.l. 179/2012 prima che l'ambito di esse venisse esteso a tutte le PMI. In terzo luogo, quando, mediante il d.l. 24 aprile 2017 n. 50, è stata estesa a tutte le PMI l'applicabilità delle deroghe al diritto societario, il Regolamento UE 2017/1129, adottato il 14 giugno 2017, ancora non esisteva e non poteva quindi essere conosciuto dal legislatore storico; argomento, quest'ultimo, "del legislatore storico" (o psicologico), invero particolarmente debole, poiché la domanda che l'interprete dovrebbe porsi non è tanto cosa intendesse il legislatore "concreto" nel dettare una certa disciplina – nel caso che qui interessa, nell'utilizzare la nozione di PMI – quanto invece cosa avrebbe inteso il legislatore qualora avesse avuto conoscenza delle circostanze verificatesi in seguito – cioè il fatto che in seguito è stata introdotta nell'ordinamento una nuova nozione di PMI [il tema è antichissimo e meriterebbe ben altro approfondimento: v., di recente, M. LUCIANI, *Itinerari costituzionali della memoria*, in *Rivista trimestrale di diritto pubblico*, 2023, 2, 672 s.; e, in ambito penale, G. CORATO, *L'argomento psicologico (o ricorso alla volontà/intenzione del legislatore concreto)*, in *www.giurisprudenzapenale.it*, 27 aprile 2016; nonché, in generale, V. VELLUZZI, *Le preleggi e l'interpretazione*, cit., 39 s. e 74 s.]. In quarto luogo, un vastissimo numero di atti normativi italiani ed europei rinviano, per la definizione di PMI, alla

Raccomandazione (si pensi, ad esempio, al Decreto del Ministero delle attività produttive del 18 aprile 2005, che individua nelle PMI le imprese che possono godere di aiuti pubblici, nonché alla l. 180/2011, il c.d. Statuto delle imprese, che contiene, tra l'altro, un insieme di disposizioni volte ad incrementare la competitività delle PMI). In quinto luogo, optando per la definizione della Raccomandazione, si eviterebbe anche il problema di dover attribuire un significato alla definizione di PMI contenuta nell'alinea *ii)* dell'art. 2, par. 1, lett. *f)*, del Regolamento UE 1129/2017, relativo alle società quotate (la questione è già stata affrontata *supra*, in questo paragrafo, nel testo e in nota). Ad ulteriore sostegno della scelta di adottare la definizione di cui alla Raccomandazione, si consideri che essa è la definizione di PMI più utilizzata nel complesso degli interventi che condividono la finalità di sostenere e agevolare lo sviluppo delle PMI e, pertanto, sarebbe coerente utilizzare la medesima definizione anche per le deroghe al diritto societario, anch'esse espressione del *favor* nei confronti della nascita e della crescita delle imprese minori. Tutte le suesposte considerazioni depongono in favore della definizione di cui alla Raccomandazione (in dottrina, nel senso di preferire la definizione della Raccomandazione, v., tra gli altri, O. CAGNASSO, *La s.r.l. piccola e media impresa (P.M.I.)*, cit., 87 e 91; G. ZANARONE, *La s.r.l. A vent'anni dalla riforma*, cit., 591; E. DESANA, *PMI innovative*, cit., 70; N. ABRIANI, *La struttura finanziaria*, cit., 508; E. PEDERZINI, *La funzione di controllo interno*, cit., 440). Diversamente, vari elementi lasciano preferire la definizione prevista dal Regolamento (in dottrina, nel senso di preferire la definizione di cui al Regolamento, v. S. FORTUNATO, *La società a responsabilità limitata*, cit., 33; C. RINALDO, *La multiformità della s.r.l.*, cit., 5-6, 1522; M. NOTARI, *Analisi de iure condendo*, cit., 249; G. PRESTI, *Vent'anni vissuti pericolosamente*, cit., 482; S. CORSO, *Le s.r.l. "aperte" al mercato*, cit., 24). In primo luogo, la Raccomandazione non ha efficacia vincolante per gli Stati membri. In secondo luogo, l'art. 3, par. 4, della Raccomandazione pone, tra i requisiti per la qualificazione come PMI di una società, l'assenza in essa di partecipazioni pubbliche – dirette o indirette – per un ammontare del capitale superiore al 25 per cento, previsione il cui intento è chiaro se riferita all'individuazione delle imprese meritevoli di ricevere misure di sostegno pubblico, ma oscuro nel caso in cui venga riferita alla disciplina delle s.r.l.-PMI di cui si discorre (C. MALBERTI, *La nozione di PMI*, cit., 1210); inoltre, questa previsione, come osserva M. NOTARI, *Analisi de iure condendo*, cit., 249, «oltre ad essere ben poco spiegabile con riferimento alla disciplina di diritto societario delle s.r.l. PMI di cui al d.l. 179/2012, introdurrebbe un paradossale elemento di "volatilità" nella qualifica delle s.r.l. PMI, non dipendente dagli organi sociali e nemmeno dai suoi soci (giacché il trasferimento delle partecipazioni a un ente pubblico potrebbe avvenire [*n.d.r.* nel caso della partecipazione indiretta] "a monte" di una delle società socie della s.r.l. PMI)». In terzo luogo, un modo per valorizzare la definizione di PMI di cui al citato Regolamento potrebbe consistere nel ritenere che essa sia da preferire almeno per la deroga relativa alla possibilità di offrire quote sui portali di *crowdfunding*, alla luce del fatto che la finalità perseguita da tale deroga (consentire alle PMI di raccogliere più agevolmente capitale di rischio) è la stessa che è perseguita dal Regolamento nella parte in cui prevede una specifica disciplina per le PMI, anche se non relativa al *crowdfunding*, bensì ai Mercati di crescita per le PMI. Le suesposte criticità legate alla definizione di cui alla Raccomandazione, poi, potrebbero far propendere per l'estensione della definizione prevista dal Regolamento anche alle altre due deroghe al diritto societario, così donando coerenza e uniformità alla disciplina. E infatti, a tal proposito, v. C. RINALDO, *La multiformità della s.r.l.*, cit., 5-6, 1522, che, con riguardo alla previgente configurazione normativa, nella quale la definizione di PMI del Regolamento era espressamente richiamata dalla disciplina del *crowdfunding* (in particolare dall'art. 1, comma 5-*novies*, Tuf e dall'art. 100-*ter*, comma 1, Tuf, come si è detto *supra* nel testo), osservava che: «se è vero che tale indice testuale non è propriamente decisivo, poiché le PMI non sono tenute a fare ricorso a tali portali e possono indubitabilmente creare categorie standardizzate di partecipazioni pur senza avere intenzione di collocarle sul mercato, assume comunque un valore non trascurabile l'importanza di garantire una qualche coerenza, quantomeno sul piano definitorio, ad un contesto legislativo tanto frammentario da risultare quasi schizofrenico».

7.2. Il parziale (e incoerente) abbandono del concetto di PMI per la delimitazione dell'ambito applicativo delle misure volte a "finanziarizzare" la s.r.l.

Sul dedalo normativo appena descritto è intervenuto il d.lgs. 30/2023 (attuativo del Reg. ECSP) che ha sostituito completamente sia l'art. 1, comma 5-*novies*, Tuf, sia l'art. 100-*ter* Tuf, eliminando in essi ogni riferimento all'espressione PMI e ogni rinvio alla definizione di PMI di cui al Reg. UE 2017/1129[433].

Sostanzialmente, il d.lgs. 30/2023 ha eliminato gli unici due espliciti appigli normativi grazie ai quali si poteva ritenere che la definizione di PMI preferibile per delimitare il campo d'azione delle deroghe alla disciplina codicistica della s.r.l. fosse quella del Regolamento UE 2017/1129, invece che quella della Raccomandazione 2003/361/CE.

L'intervento del legislatore italiano, d'altronde, appare coerente con il Reg. ECSP. Quest'ultimo non limita alle PMI la possibilità di ricorrere al *crowdfunding*, sicché sia le s.p.a. che le s.r.l., a prescindere dalle dimensioni e da qualsiasi altra qualificazione dell'impresa che esercitino, possono utilizzare i portali *online*. Infatti, nelle definizioni di «servizio di *crowdfunding*»[434] o di «piattaforma di *crowdfunding*»[435] non è affatto specificato che la facoltà di accedere al servizio o alle piattaforme sia riservata alle PMI, così come il «titolare di progetti» non deve necessariamente essere una PMI, essendo definito con l'ampia formula «ogni persona fisica o giuridica che persegue l'obiettivo di reperire fondi tramite una piattaforma di *crowdfunding*» (art. 2, par. 1, lett. h, Reg. ECSP).

---

[433] Nello specifico, il nuovo art. 1, comma 5-*novies*, Tuf per definire i «servizi di *crowdfunding*» rinvia all'art. 2, par. 1, lett. *a)*, del Regolamento UE 2020/1503 (Reg. ECSP), ove viene definita l'attività delle piattaforme di *crowdfunding*, senza menzionare l'espressione PMI. Invece, il nuovo art. 100-*ter* Tuf detta alcune disposizioni in materia di *crowdfunding*, ad integrazione della disciplina di cui al Reg. ECSP, anche in tal caso senza mai menzionare l'espressione PMI.

[434] Il «servizio di *crowdfunding*» è definito come «l'abbinamento tra gli interessi a finanziare attività economiche di investitori e titolari di progetti tramite l'utilizzo di una piattaforma di *crowdfunding*, che consiste in una delle seguenti attività: *i)* intermediazione nella concessione di prestiti; *ii)* collocamento senza impegno irrevocabile, di cui all'allegato I, sezione A, punto 7), della direttiva 2014/65/UE, di valori mobiliari e strumenti ammessi a fini di *crowdfunding* emessi da titolari di progetti o società veicolo, e ricezione e trasmissione degli ordini di clienti, di cui al punto 1 di detta sezione, relativamente a tali valori mobiliari e strumenti ammessi a fini di *crowdfunding*» (art. 2, par. 1, lett. a, Reg. ECSP).

[435] La «piattaforma di *crowdfunding*» è definita come «un sistema informatico pubblicamente accessibile basato su internet, gestito o amministrato da un fornitore di servizi di *crowdfunding*» (art. 2, par. 1, lett. d, Reg. ECSP).

Nell'articolato del Reg. ECSP, il termine PMI compare una sola volta (nell'art. 45), in circostanze che non lasciano intendere la volontà di riservare la disciplina del *crowdfunding* a questa categoria di imprese, però comunque tali da dimostrare che il legislatore europeo aveva ben chiaro che questo strumento potesse produrre un rilevante impatto sulla capacità delle PMI di attrarre investimenti[436]. D'altro canto, il termine PMI compare diverse volte nei "considerando" che precedono l'articolato, sempre nell'ambito di considerazioni preliminari volte a sottolineare l'importanza del *crowdfunding* per la raccolta di capitali da parte delle PMI, ma senza mai lasciar intendere che questo strumento debba essere precluso ad imprese che non possiedono la qualifica di PMI[437].

Dunque, il quadro attuale delle definizioni di PMI è il seguente.

Sul piano nazionale: l'art. 1, comma 5-*novies,* Tuf definisce i servizi di *crowdfunding* rinviando al Reg. ECSP, senza fare alcun riferimento al termine PMI; l'art. 100-*ter* Tuf afferma solo che le s.r.l. possono effettuare offerte sui portali di *crowdfunding*, senza fare riferimento alla qualifica di PMI; l'art. 26 d.l. 179/2012 continua ad usare l'espressione PMI, senza ulteriori specificazioni, per individuare le s.r.l. che possono avvalersi di tutte le deroghe al diritto societario ivi previste.

Sul piano europeo: il Regolamento ECSP non definisce il concetto di PMI e non limita il *crowdfunding* alle PMI; la Raccomandazione 2003/361/CE e il Regolamento UE 2017/1129 continuano a dettare due definizioni di PMI che potrebbero essere

[436] Infatti, l'art. 45 del Reg. ECSP, ai paragrafi 1 e 2, richiede alla Commissione UE di presentare al Parlamento europeo e al Consiglio, entro il 10 novembre 2023, una relazione sull'applicazione del regolamento stesso, la quale, tra l'altro, valuti «l'impatto del […] regolamento sul buon funzionamento del mercato interno dei servizi di *crowdfunding* dell'Unione, compreso l'impatto sull'accesso ai finanziamenti da parte delle PMI e sugli investitori e altre categorie di persone fisiche o giuridiche interessate da tali servizi» (par. 2, lett. g).

[437] Si fa riferimento, in particolar modo, al Considerando 1 («Il *crowdfunding* [finanziamento collettivo] si sta affermando sempre più come forma di finanza alternativa per le *start-up* e le piccole e medie imprese (PMI) […]»), al Considerando 3 («Il *crowdfunding* può contribuire a fornire alle PMI l'accesso ai finanziamenti e a completare l'Unione dei mercati dei capitali. Per le PMI, l'impossibilità di accedere ai finanziamenti costituisce un problema anche in quegli Stati membri in cui l'accesso al credito bancario è rimasto stabile durante la crisi finanziaria […]») e al Considerando 54 («Per garantire alle start-up e alle PMI un accesso agevole e rapido ai mercati dei capitali, ridurne i costi di finanziamento ed evitare ritardi e costi per i fornitori di servizi di *crowdfunding*, per la scheda contenente le informazioni chiave sull'investimento non dovrebbe sussistere l'obbligo di approvazione da parte di un'autorità competente»).

astrattamente valide per l'individuazione delle s.r.l. a cui è consentito usufruire delle deroghe al diritto societario di cui all'art. 26 d.l. 179/2012.

Quindi, il paradigma della PMI come ambito di delimitazione del campo applicativo delle deroghe intese a "finanziarizzare" la società a responsabilità limitata sembra incrinarsi dinanzi alle più recenti iniziative legislative.

Inoltre, si ripresenta, con ancor più importanza rispetto a prima, il problema della scissione del bacino di imprese a cui sono applicabili le deroghe alla disciplina codicistica della s.r.l. previste dall'art. 26 d.l. 179/2012. La creazione di categorie di quote e il compimento di operazioni su quote proprie continuano senza dubbio ad essere limitate alle s.r.l. che esercitano PMI, poiché i commi 2 e 6 dell'art. 26 cit. non sono stati alterati dal d.lgs. 30/2023. Riguardo al *crowdfunding*, invece, il discorso è diverso: da un lato, il comma 5 dell'art. 26 cit. continua a limitarlo alle PMI; dall'altro, il Reg. ECSP e il nuovo art. 100-*ter* Tuf non limitano alle PMI il ricorso a questo strumento[438]. Considerando che il Reg. ECSP dovrebbe prevalere sull'art. 26 cit. in ragione della primazia del diritto europeo sul diritto nazionale contrastante[439], si può ritenere che tutte le società di capitali, a prescindere da qualsiasi requisito dimensionale, possono accedere al *crowdfunding*.

Nel quadro appena descritto si rinvengono una serie di problemi di coordinamento[440]. Tutte le s.r.l., anche quelle grandi, possono offrire le proprie quote sui portali di *crowdfunding*; tuttavia, le s.r.l. grandi possono offrire solo quote ordinarie, poiché la

[438] Osservano che il nuovo art. 100-*ter* Tuf ha esteso il *crowdfunding* alle imprese diverse dalle PMI anche E. FREGONARA, *Le recentissime novità in materia di crowdfunding*, in *Nuovo diritto delle società*, 2023, 3, 481 ss.; U. MINNECI, *Sviluppi normativi in tema di piattaforme*, cit., 90 s.; F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato*, cit., 420; G. SERAFIN, *Dematerializzazione e tokenizzazione*, cit., 624. Cfr. G. ZANARONE, *La s.r.l. A vent'anni dalla riforma*, cit., 497 ss., che, scrivendo prima dell'emanazione del d.lgs. 30/2023, fa riferimento solo al Reg. ECSP, rilevando come esso non sembri limitare il *crowdfunding* alle PMI. Peraltro, come nota F. BRIZZI, *Offerta al pubblico e circolazione*, cit., 902, l'art. 5 della legge delega 127/2022, in attuazione del quale è stato emanato il d.lgs. 30/2023, non delegava il Governo a estendere il novero delle s.r.l. che possono ricorre al *crowdfunding*, sicché l'Autore ragiona sulla possibile incostituzionalità per eccesso di delega. Tuttavia, si può anche notare che l'estensione a tutte le s.r.l. della possibilità di accedere al *crowdfunding* è conforme al Reg ECSP (che non limita lo strumento alle PMI), quindi si potrebbe ritenere opportuno interpretare la legge delega nazionale in senso conforme al regolamento europeo, così "salvando" la costituzionalità del decreto-legge.

[439] Tra l'altro, anche se si guardasse la vicenda solo dal punto di vista dell'ordinamento interno, si potrebbe ritenere che il nuovo art. 100-*ter* Tuf sia destinato a prevalere sull'art. 26 d.l. 179/2012 quantomeno alla luce del criterio cronologico per la soluzione delle antinomie (cfr. A. CELOTTO, *Fonti del diritto e antinomie*, Torino, 2011, 28 ss.; N. BOBBIO, *Teoria generale*, cit., 218).

[440] Cfr., sul tema, le considerazioni svolte da R. LENER, *Cosa sta succedendo alle quote di srl?*, in *Quaderni Assosim*, I, n.0/2023, 13 ss.

deroga che consente alle s.r.l. di creare categorie di quote è riservata alle PMI[441]. Quindi, le s.r.l.-PMI possono offrire tramite *crowdfunding* quote, anche standardizzate, sia ordinarie, sia di categoria. Eppure, considerando che la creazione di categorie di quote è particolarmente congeniale all'offerta di esse tramite i portali, parrebbe naturale che queste due facoltà debbano estendersi alle s.r.l. grandi di pari passo[442].

La situazione si complica guardando alle facoltà connesse ai regimi "alternativi" di circolazione delle partecipazioni: cioè il regime di intestazione e circolazione mediante intermediario previsto dall'art. 100-*ter*, comma 2 ss., Tuf e il regime di dematerializzazione di cui all'art. 83-*bis* Tuf, esteso alle quote di s.r.l. dal nuovo art. 26, commi 2-*bis* ss., d.l. 179/2012. Ebbene, tutte le s.r.l., sia grandi sia PMI, che offrono le proprie quote sui portali possono utilizzare il regime alternativo di cui all'art. 100-*ter* Tuf (ma sempre tenendo a mente che le s.r.l. grandi possono utilizzare questo regime solo per le quote ordinarie, mentre le s.r.l.-PMI possono utilizzarlo per qualsiasi categoria di quote); invece, solo le s.r.l-PMI possono utilizzare il regime di dematerializzazione delle quote, ma esclusivamente per le quote standardizzate[443]. Allora, parrebbe che se una s.r.l.-PMI offra quote standardizzate sui portali possa scegliere a quale dei due regimi alternativi sottoporle. Addirittura, una s.r.l. potrebbe applicare entrambi i regimi, posto che l'art. 100-*ter*, comma 2, Tuf afferma che quel regime è "alternativo" rispetto a quello della dematerializzazione ma (almeno così sembra dal tenore letterale) limitatamente alle quote offerte tramite *crowdfunding*, sicché solo per queste quote, e non per le altre, l'applicazione di un regime esclude quella dell'altro[444]. Ancor più complessa diviene la situazione se si considera che la qualifica di PMI non è necessariamente stabile, quindi non si può escludere che una

[441] Il problema di coordinamento relativo alla facoltà di creare categorie di quote è constatato anche da E. FREGONARA, *Le recentissime novità*, cit., 481 ss.; F. BRIZZI, *Offerta al pubblico e circolazione*, cit., 922.

[442] Cfr. F. BRIZZI, *Offerta al pubblico e circolazione*, cit., 922.

[443] Cfr. F. BRIZZI, *Offerta al pubblico e circolazione*, cit., 923.

[444] Si pensi a una s.r.l. che, quando era ancora PMI, ha sottoposto alcune delle proprie quote al regime di dematerializzazione (a prescindere da un'offerta di *crowdfunding*) e poi, una volta persi i connotati di PMI, ha effettuato una campagna di *crowdfunding*, decidendo di sottoporre le quote offerte sul portale al regime di circolazione di cui all'art. 100-*ter*, comma 2, Tuf.

s.r.l. grande si ritrovi ad avere delle quote standardizzate, create quando era ancora una PMI, che godono di un regime circolatorio che le è ora precluso[445].

Le incongruenze ora descritte sembrano suggerire l'auspicabilità di un intervento normativo volto a coordinare l'ambito applicativo della disciplina del *crowdfunding* con quello della disciplina relativa alle categorie di quote e alla dematerializzazione delle stesse, in modo tale che queste tre diverse facoltà riconosciute alle s.r.l. interessino il medesimo bacino di imprese[446].

Sembrerebbe quasi che, con il d.lgs. 30/2023, il legislatore abbia leggermente deviato dal percorso che aveva seguito nei precedenti interventi in materia di s.r.l., tutti volti a sostenere le PMI, ignorando le società più grandi; un percorso dal quale, su un piano più ampio, si può notare la posizione di centralità che il fattore dimensionale dell'impresa ha assunto nel diritto societario moderno. Invero, l'importanza acquisita dall'elemento dimensionale è tale da aver indotto diversi autori, già a partire dall'inizio del millennio, a constatare il parziale superamento di un diritto societario "per tipi" e l'accoglimento di un diritto societario "per dimensioni dell'impresa"[447], caratterizzato da norme

[445] Pare ragionevole supporre che il nuovo regime circolatorio di cui ai commi 2-*bis* e ss. dell'art. 26 d.l. 179/2012, riservato alle quote standardizzate emesse da PMI, rimanga valido, per quelle stesse quote, anche quando la s.r.l. diventi "grande". Si tratta dello stesso ragionamento che è stato applicato per risolvere il problema della sorte a cui vadano incontro le categorie di quote create da una s.r.l.-PMI, quando abbia perso i connotati di PMI; ed è un ragionamento basato sull'analogia con quanto previsto, per la s.r.l. *start-up* innovativa, dall'art. 31, comma 4, d.l. 179/2012, in base al quale le clausole derogatorie del diritto societario eventualmente inserite nello statuto di una *start-up* innovativa mantengono efficacia, anche una volta che la società abbia perso tale qualifica, limitatamente alle quote di partecipazione già sottoscritte e agli strumenti finanziari partecipativi già emessi. In proposito, si rinvia a quanto già osservato in cap. I, par. 9. D'altra parte, lo stesso ragionamento era stato applicato dalla dottrina anche quando, prima del d.lgs. 30/2023, il regime di circolazione mediante intermediari di cui all'art. 100-*ter* Tuf era riservato alle PMI: allora la dottrina aveva ritenuto che il regime sarebbe rimasto utilizzabile dalla società anche una volta perse le caratteristiche di PMI (M. CIAN, *L'intestazione intermediata delle quote di s.r.l. PMI: rapporto societario, regime della circolazione*, in *Nuove leggi civili commentate*, 2018, 5, 1279).

[446] Si potrebbe stabilire nell'art. 100-*ter* Tuf che tutte le s.r.l. *crowdfunded*, anche "grandi", possono giovarsi delle due facoltà che al momento risultano limitate alle PMI (cioè la creazione di categorie di quote e la dematerializzazione delle stesse), sicché rimarrebbe la possibilità che alcune s.r.l.-PMI si giovino di tali due facoltà pur non avendo compiuto un'offerta di *crowdfunding*. In alternativa, con un intervento di portata ancor maggiore, si potrebbe rimuovere ogni riferimento al termine "PMI" dal comma 2 dell'art. 26, d.l. 179/2012, in modo tale che tutte le s.r.l. (a prescindere dal compimento di un'offerta di *crowdfunding*) risultino autorizzate sia a creare categorie di quote, sia ad accedere al regime di dematerializzazione delle quote.

[447] Cfr. A. ROJO, *La sociedad anónima como problema*, in P. ABBADESSA, A. ROJO (a cura di), *Il diritto delle società per azioni: problemi, esperienze, progetti*, Milano, 1994, 18, che parla di un «*derecho dimensional de la empresa*, un derecho que no atiende a la forma social, sino a paràmetros cuantitativos genéricamente dimensionales» (corsivo dell'Autore). Nello stesso senso, e citando anche l'opera di A.

applicabili in maniera trasversale ai diversi tipi di società[448]. Così, in coerenza con il clima culturale di sostegno alla piccola impresa che si è descritto nel Capitolo I, si sono moltiplicate le discipline applicabili a tutte le imprese europee qualificabili come PMI, a prescindere dal tipo societario. Inoltre, l'emersione di questa nuova sensibilità nei confronti del dato dimensionale costituirebbe un'ulteriore conferma di quella tendenza del diritto societario – già autorevolmente descritta in dottrina[449] – ad essere sempre più influenzato dai profili oggettivi dell'impresa[450], nonostante esso sia stato tradizionalmente pensato per disciplinare prevalentemente i profili soggettivi di essa, cioè l'imprenditore[451]. E questa tendenza a valorizzare i profili dell'impresa nella disciplina societaria sembra spingere verso l'abbandono di una concezione della società come strumento volto essenzialmente a regolare i rapporti tra i soci, per favorire una

---

Rojo, v. G. PERONE, *Il tipo di società*, cit., 88, il quale osserva che «la crescente attenzione del legislatore comunitario ad affidare un ruolo centrale al criterio dimensionale, sì che l'applicazione delle norme dallo stesso emanate sempre più si realizzi non nel rispetto delle forme sociali, ma in funzione di meri indici dimensionali, ha, anzi, condotto a ritenere che l'attuale fase del diritto europeo delle società sia caratterizzata dal passaggio *dal diritto dei tipi sociali al diritto delle dimensioni dell'impresa sociale*» (corsivo dell'Autore).

[448] F. BRIZZI, *S.r.l. PMI e offerta al pubblico*, cit., 21; G. ZANARONE, *La s.r.l. A vent'anni dalla riforma*, cit., 49 s., che (a p. 50) parla di «approccio transtipico del legislatore societario».

[449] Il riferimento è a C. ANGELICI, *Profili dell'impresa nel diritto delle società*, in *Rivista delle società*, 2015, 237 ss. Cfr., G.C.M. RIVOLTA, *Diritto delle società*, cit., 85 ss., e, di recente, R. COSTI, *Il diritto commerciale: confini e "confinanti"*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, 2021, 1, 325; M. COSSU, *L'impresa nel prisma del diritto commerciale*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, 2021, 1, 322, che, tra i profili del diritto commerciale in cui emerge la centralità dell'impresa, menziona anche la disciplina dell'*equity crowdfunding* riservata alle PMI; E. LA MARCA, *Rischio e libertà nell'impresa azionaria, tra standardizzazione dei processi decisionali, prevenzione della crisi e annunciato superamento dello scopo di lucro*, in *Rivista delle società*, 2021, 2-3, 508 ss.

[450] G. ZANARONE, *La s.r.l. A vent'anni dalla riforma*, cit., 739 ss., secondo il quale, in relazione alla s.r.l., l'influenza esercitata dall'atteggiarsi oggettivo dell'impresa sulla disciplina del tipo è riscontrabile: sotto il profilo dimensionale (si pensi alla possibilità di costituire società con capitale inferiore a 10.000, euro che ha determinato l'esigenza di dettare un diversa disciplina della riserva legale; alle soglie dimensionali di cui all'art. 2435-*bis* c.c., il cui mancato superamento consente alla società di redigere il bilancio in forma abbreviata; alle condizioni previste dall'art. 2477 c.c., al ricorrere delle quali scatta l'obbligo di nominare un organo di controllo nella s.r.l.; alla possibilità per le s.r.l. che esercitino una PMI di emettere categorie di quote, anche standardizzate, di acquistare proprie quote e di raccogliere capitale di rischio tramite i portali di *crowdfunding*); sotto il profilo merceologico (si pensi alla disciplina derogatoria applicabile alla s.r.l. che eserciti un'impresa innovativa o un'impresa sociale); sotto quello temporale (si pensi alla disciplina derogatoria applicabile alle s.r.l. in fase di *start-up*); nonché sotto il profilo della disciplina della crisi d'impresa (si pensi al dovere degli amministratori, sancito dall'art. 2086 c.c., di attivarsi senza indugio in presenza di segnali di crisi). Sul «ponte sistematico» tra impresa, società e crisi che è stato costruito dal Codice della crisi, P. MONTALENTI, *Il Codice della Crisi d'impresa e dell'insolvenza: assetti organizzativi adeguati, rilevazione della crisi, procedure di allerta nel quadro generale della riforma*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2020, 5, 831.

[451] C. ANGELICI, *Profili dell'impresa*, cit., 239: «la società non è tanto intesa come modello (evidentemente soprattutto organizzativo) di impresa, quanto come modo in cui l'imprenditore, poiché collettivo, si organizza per lo svolgimento del suo ruolo nell'impresa».

visione di essa come strumento che può, e deve, contemperare tutti gli interessi coinvolti dallo svolgimento dell'attività sociale; interessi che non si esauriscono in quelli dei soci, ma si estendono a quelli degli *stakeholders* (tra cui dipendenti, creditori, fornitori, clienti) e, in generale, a quelli della comunità (come gli interessi alla tutela dell'ambiente e della salute)[452].

In realtà, anziché pensare che il legislatore abbia deviato dalla via del sostegno mirato alle PMI, pare più opportuno ritenere che segua più di un percorso, i quali non sono necessariamente divergenti. Allora, l'estensione del *crowdfunding* a tutte le società, di ogni dimensione, andrebbe vista non tanto come un "tradimento" della *ratio* del sostegno alle PMI, quanto invece come un intervento motivato dalla finalità di

[452] Il tema è vastissimo e ampiamente studiato dalla dottrina, soprattutto negli ultimi anni. Cfr. G. PERONE, *Il tipo di società*, cit., 97, il quale, oltre un ventennio fa, osservava che la sempre maggiore tendenza a distinguere la disciplina delle società in base alle dimensioni dell'impresa producesse come conseguenza «lo spostamento dell'attenzione verso posizioni ed interessi in certo modo *esterni* all'organismo sociale, differenti da quelli dei soli titolari del patrimonio sociale» (corsivo dell'Autore); S. FORTUNATO, *Battelli del reno e scorribande vichinghe: un difficile compito per il giurista*, in *Battelli del Reno*, 2013, 3 e 5, il quale, constatando come la grande crisi finanziaria del 2008 abbia «segnalato i limiti del modello di sviluppo incentrato sull'economia di mercato e riproposto il mai esaurito dilemma fra regole e liberalizzazioni», osserva che «libertà economica e regolazione devono convivere in un modello d'impresa che non sia dominato dal troppo spesso sbandierato e strumentalizzato "*shareholder value*", ma che si preoccupi di proporzionate tutele di tutti gli *stakeholders*. Responsabilità sociale, *governance* partecipata, bilanci ambientali dovrebbero abbandonare la retorica degli slogan e trovare vie più costruttive». Più di recente, v. E. LA MARCA, *Rischio e libertà nell'impresa azionaria*, cit., 529 ss. e 539 ss., il quale, esaminando alcune tra le ultime iniziative legislative italiane ed europee, analizza «l'impatto delle disposizioni che, volendo certamente innovare il fronte della legalità della gestione, richiedono di istituire assetti organizzativi adeguati, una amministrazione non più solo diligente, ma anche corretta, ai fini in particolare della tempestiva rilevazione dello stato di crisi, e che, più in generale, si preparano a renderla funzionale al perseguimento di interessi generali», come quelli propri degli *stakeholders* in senso stretto, ma anche quelli della comunità su cui l'attività d'impresa può in vario modo influire – ad esempio gli interessi legati alla salvaguardia dell'ambiente – e alla cui tutela le istituzioni europee sembrano voler orientare le attività imprenditoriali, incentivandole all'adozione di uno *stakeholder model* [v. i documenti, citati dallo stesso Autore: COMMISSIONE UE, *Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile*, COM (2018) 97, 13; Risoluzione del Parlamento europeo del 17 dicembre 2020, in particolare i Considerando B e Q]. Sul tema dell'emersione degli interessi esterni alla società e sulle recenti strategie europee per la finanza sostenibile, la letteratura è vastissima: v., tra gli altri, M. STELLA RICHTER jr, *Long-termism*, in *Rivista delle società*, 2021, 1, 16. D. BUSCH, *The future of EU financial law*, in *Capital Markets Law Journal*, 2022, Vol. 17, 1, 52; ID., *EU Sustainable Finance Disclosure Regulation*, in *Capital Markets Law Journal*, 2023, Vol. 18, 3, 303; E. BARCELLONA, *La sustainable corporate governance nelle proposte di riforma del diritto europeo: a proposito dei limiti strutturali del c.d. stakeholderism*, in *Rivista delle società*, 2022, 1, 1; F. DENOZZA, *Lo scopo della società tra short-termism e stakeholder empowerment*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, 2021, 1, 29 ss.; ID., *Sostenibilità e corporate governance nel nuovo contesto geopolitico*, in *Rivista delle Società*, 2023, 2-3, 301; T. DI MARCELLO, *Strategia europea sulla finanza sostenibile, informazione societaria e possibili riflessi sulla gestione della società*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2023, 4, I, 607.

regolare compiutamente uno dei diversi strumenti del c.d. settore del *Fintech*[453] e, soprattutto, di contribuire a creare la *Capital Market Union*[454], per la cui realizzazione pare più che ragionevole coinvolgere anche le società non piccole. Ma non è questa una strada che diverge da quella del sostegno alle PMI, in quanto, in primo luogo, la disciplina del *crowdfunding* è limitata alle offerte di importo inferiore a cinque milioni di euro, verosimilmente più frequenti tra le PMI[455], e, in secondo luogo, viene lasciata agli Stati membri la libertà di determinare quali siano gli «strumenti ammessi a fini di *crowdfunding*» emessi da una «società privata a responsabilità limitata», sicché, grazie alla vaghezza di queste formule, ogni Stato potrà far rientrare nell'ambito applicativo del Reg. ECSP le partecipazioni di quei tipi societari non azionari particolarmente utilizzati per l'esercizio delle PMI, come sono la s.r.l. in Italia o forme societarie analoghe negli altri paesi europei.

Si consideri che, ovviamente, il discorso ora svolto sulle norme riservate, o meno, alle PMI, è valevole anche per le *start-up* innovative, che, oltre a rientrare verosimilmente sempre tra le PMI[456], sono le protagoniste indiscusse dei portali di *crowdfunding*.

---

[453] Alcune considerazioni sul tema sono svolte da P. CUZZOLA, *Il nuovo Regolamento Europeo sul crowdfunding: alcuni focus e considerazioni sulle scelte del legislatore e sguardo sinottico alla normativa interna*, in *Diritto dell'economia*, 2022, 1, 194 ss., il quale osserva come il legislatore, nel disciplinare il *crowdfunding*, sia passato dall'intenzione di promuovere la finalità di questo strumento – cioè il sostegno alle *start-up* – a quella di promuovere l'utilizzo dello strumento, a prescindere dalla finalità.

[454] COMMISSIONE UE, *Capital Markets Union and Fintech: Commission welcomes political agreement to boost crowdfunding in the EU*, Press release, 19 December 2019, in *https://ec.europa.eu*: «The European Commission welcomes the provisional political agreement reached yesterday evening between the European Parliament and the Council on its proposal to boost Crowdfunding in the EU. The proposal, a key building block of the Capital Markets Union, aims to harness the opportunities presented by emerging technology-enabled innovations in the financial sector, known as FinTech. With this agreement, 12 out of 13 Capital Markets Union legislative proposals have been adopted or agreed at EU level». Cfr. E.F. GREENE, B. MORGAN-DAVIES, *Disintermediation of the US, EU and UK capital and financial markets*, in *Capital Markets Law Journal*, 2023, 1, 1; F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato*, cit., 419. Una conferma del fatto che il Reg. ECSP sia stato adottato nell'ambito dei provvedimenti finalizzati alla *CMU* si ricava anche dalla scelta di escludere dalle materie oggetto del regolamento il *peer-to-peer lending*, che riguarda i prestiti tra privati (E. MACCHIAVELLO, *The Challenges Awaiting*, cit., 95; EAD., *The European Crowdfunding Service Providers Regulation and the Future of Marketplace Lending and Investing in Europe: the 'Crowdfunding Nature' Dilemma*, in *European Business Law Review*, 2021, vol. 32, 3, 557, reperibile in *www.ssrn.com*, 21 maggio 2020, dal quale si cita, 35). Si vedano anche i riferimenti alla *Capital Market Union* contenuti nei Considerando 3 e 74 del Reg. ECSP.

[455] Cfr. F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato*, cit., 423; Considerando 1, 3 e 54 del Reg. ECSP.

[456] L'art. 57, d.l. 50/2017, modificando i commi 2, 5 e 6 dell'art. 26, d.l. 179/2012, ha sostituito l'espressione "*start-up* innovative" con la sigla PMI. Ciò significa che le *start-up* innovative in forma di

s.r.l. potranno giovarsi delle deroghe previste dai commi citati solo se presentino anche i requisiti della PMI. Ma che una *start-up* non sia contemporaneamente anche una PMI è un'ipotesi inverosimile: basti pensare che, per ottenere la prima qualifica, il totale del valore della produzione annua non deve superare i 5 milioni di euro, mentre, per ottenere la seconda qualifica, il fatturato annuo non deve superare i 50 milioni di euro (G. ZANARONE, *La s.r.l. A vent'anni dalla riforma*, cit., 538 *sub* nota 29).

CAPITOLO III
RICOSTRUZIONE DELLO STATUTO NORMATIVO DELLA S.R.L. "APERTA": *GOVERNANCE* E PREROGATIVE DEL SOCIO *CROWDINVESTOR*

SEZIONE I
PREROGATIVE DI *VOICE* DEL SOCIO *CROWDINVESTOR* E *GOVERNANCE* DELLA SOCIETÀ

1. Le logiche dell'investimento nei portali di *crowdfunding*.

Per valutare l'impatto che l'ingresso di soci investitori produce in una s.r.l. non deve essere preso in considerazione solo l'aspetto quantitativo – il numero di quotisti insolitamente elevato che potrebbe derivare da un'operazione di *crowdfunding* – ma anche quello qualitativo. Tra le diverse tipologie di investitori riscontrabili nella compagine di una s.r.l. *crowdfunded*, maggiori attenzioni richiede l'analisi delle caratteristiche che connotano gli investitori *retail*, a cui sono dedicate le pagine che seguono.

L'ingresso di investitori *retail* nella s.r.l. suscita particolare interesse non solo perché costituisce una circostanza piuttosto eccentrica rispetto all'ideale modello socio-economico a cui sarebbe ispirata la disciplina della s.r.l., ma anche perché in questi soggetti sovente è riscontrabile un approccio all'investimento diverso rispetto a quello che normalmente connota gli investitori *retail* che sottoscrivono o acquistano azioni di s.p.a. nelle tradizionali *trading venues*. Tale diversità dipende non solo dalla natura delle imprese che operano sui portali di *crowdfunding* (prevalentemente *start-up* innovative e PMI, quindi imprese prive di significativi *track-record* o che non offrono solide garanzie patrimoniali), ma anche dalle modalità di investimento e dalla natura dello strumento utilizzato, cioè il sito *internet* predisposto dal gestore del portale.

Il *crowdfunding* rappresenta uno dei numerosi fenomeni in cui si manifesta la moderna digitalizzazione dei rapporti sociali ed economici; rientra quindi tra gli strumenti della c.d. *platform economy*[457], che realizzano un maggior grado di inclusione

[457]Cfr. L. AMMANNATI, *Verso un diritto delle piattaforme digitali?*, in *Federalismi*, 2019, 7, 1 ss.; A. SCIARRONE ALIBRANDI, *Il testo unico finanziario alla prova del fintech*, in M. CERA, G. PRESTI (diretto

sociale e, nello specifico, finanziaria, alterando i tradizionali paradigmi dei processi produttivi e distributivi[458]. Con ciò non si intende indulgere in ricostruzioni del fenomeno basate sull'idea di una sua disintermediazione e sottrazione al controllo delle autorità – aspirazione che forse lo connotava ai suoi albori[459] – bensì riconoscere che la "democratizzazione" realizzata da *internet* si manifesta anche nel campo dell'accesso ai mercati finanziari[460], in quanto le piattaforme di *crowdfunding* consentono, da un lato, di reperire finanziamenti ad imprese altrimenti *non-bankable*, dall'altro, di effettuare investimenti in maniera diretta ed economica a soggetti che altrimenti sarebbero esclusi dall'investimento in forma tradizionale[461]. Tuttavia, l'investimento da parte di soggetti non qualificati comporta rischi che, nei mercati tradizionali, vengono neutralizzati, o almeno limitati, dall'attività degli intermediari: perciò il legislatore nazionale e quello europeo hanno dotato anche il *crowdfunding* di un apparato regolamentare di non trascurabile entità[462].

---

da), *Il testo unico finanziario*, vol. 1, Bologna, 2020, 38 ss., ove si descrive l'emersione del nuovo «paradigma della piattaforma digitale» che «racchiude in sintesi l'insieme delle tecnologie che rendono possibile a molteplici interfacce utenti di essere costantemente connesse tra di loro e di svolgere svariate attività, tra cui anche la produzione e/o lo scambio di beni e/o servizi in una piazza virtuale (c.d. *marketplace*) secondo i meccanismi di mercato che le sono propri». Sul tema, cfr. A. SCIARRONE ALIBRANDI, G. BORELLO, R. FERRETTI, F. LENOCI, E. MACCHIAVELLO, F. MATTASSOGLIO, F. PANISI, *Marketplace lending. Verso nuove forme di intermediazione finanziaria?*, CONSOB – *Quaderni FinTech*, n. 5, luglio 2019, 16 ss.; nonché il recente lavoro monografico di E.R. RESTELLI, *Le piattaforme digitali*, Milano, 2022.

[458] B. RUSSO, *Le implicazioni economico-sociali nei nuovi modelli di finanza alternativa: verso un mercato digitale (del credito) effettivamente inclusivo e efficacemente sostenibile?*, in *Rivista di diritto bancario*, 2021, 4, I, 667 ss.

[459] Sulla progressiva sostituzione dell'iniziale aspirazione di "disintermediazione" con un più realistico concetto di "nuova forma di intermediazione", v. A. SCIARRONE ALIBRANDI, *Il testo unico finanziario alla prova del fintech*, cit., 38 ss.; G.P. LA SALA, *Intermediazione, disintermediazione, nuova intermediazione: i problemi regolatori*, in M. CIAN, C. SANDEI (a cura di), *Diritto del fintech*, Milano, 2020, 3 ss.

[460] S. CORSO, *Le s.r.l. "aperte" al mercato tra governance societaria e diritti dei soci investitori*, Milano, 2021, 113; S. KOURABAS, *Shareholder (Dis)Empowerment through Crowd-Sourced Equity Funding*, in *University of New South Wales Law Journal*, 2023, Vol. 46, 1, 143 e 180. Cfr. M. CAMPOBASSO, *La tutela delle minoranze tra società aperte e società chiuse*, in F. BARACHINI (a cura di), *La tutela del socio e delle minoranze*, Milano, 2018, 153, che osserva l'appiattimento in senso orizzontale dei corpi sociali, tra cui le società (ma anche i partiti politici), un tempo strutturati secondo una più rigida gerarchia.

[461] Cfr. B. RUSSO, *Le implicazioni economico-sociali*, cit., 671 ss.

[462] Un apparato regolamentare che, sebbene meno incisivo e pregnante rispetto a quello che disciplina l'investimento nei mercati tradizionali, ha condotto spesso ad avvertire il rischio che un'eccessiva regolamentazione del *crowdfunding* possa "tarpare le ali" alla diffusione di questo strumento, tradendone l'essenza di mezzo di investimento diretto e a basso costo. Cfr. F. VELLA, *Equity crowdfunding, sistemi di negoziazione*, cit., 137, che parla di «un non facile equilibrio: da un lato il bisogno è quello di rendere le piattaforme appetibili per le imprese di ridotte dimensioni […] semplificandone l'accesso, dall'altro la

Non è un caso, allora, che proprio l'investimento tramite piattaforme *online* realizzato da investitori *retail* sia uno dei campi in cui meglio possono essere studiate le teorie della c.d. "finanza comportamentale" (*behavioural finance*)[463]. Infatti, i meccanismi di funzionamento delle piattaforme *web* sono in grado di creare sinergie virtuose in un gruppo di soggetti interessati ad un certo tipo di progetti imprenditoriali, in modo tale che l'operatività degli investitori più esperti possa giovare anche a quelli meno esperti e che tutti possano beneficiare delle c.d. "esternalità di rete" (*network effect*)[464]; inoltre, l'eterogeneità della "folla" e il fatto che i soggetti che la compongono non sono legati da preesistenti relazioni personali dovrebbe aumentare le probabilità che vengano adottati comportamenti più saggi e responsabili, a maggior ragione se tra la "folla" vi sono anche professionisti dell'investimento, come suggerisce la nota e discussa teoria della "saggezza della folla" (*wisdom of crowd*)[465]. Secondo questa teoria,

---

preoccupazione è quella di non abbassare troppo le soglie di protezione degli investitori già previste nel nostro ordinamento». Con generale riferimento a tutti i fenomeni di innovazione finanziaria che lo sviluppo tecnologico ha stimolato negli ultimi decenni, rispetto ai quali emerge la necessità di creare un quadro regolamentare a tutela dell'investitore, v. M. PELLEGRINI, *Il diritto cybernetico nei riflessi sulla materia bancaria e finanziaria*, in F. CAPRIGLIONE (a cura di), *Liber amicorum Guido Alpa*, Milano, 2019, 360 ss., ove si ravvisa che «tali tecnologie si prestano ad esasperare ulteriormente quella condizione di asimmetria informativa e di potere che costituisce la *ratio* originaria della nascita della tutela dell'investitore, nonché a fornire la base per strategie innovative di circonvenzione della normativa vigente».

[463] V. DE STASIO, *Il crowdfunding*, in M. CERA, G. PRESTI (diretto da), *Il testo unico finanziario*, vol. 2, Bologna, 2020, 2358; C. LUCARELLI, F.J. MAZZOCCHINI, *La cascata informativa nell'Equity crowdfdunding: la razionalità (limitata) degli investitori retail*, in *Bancaria*, 2022, 3, 16.

[464] Si tratta delle esternalità positive che si realizzano quando il valore di un bene o servizio per un soggetto è tanto maggiore quanto più numerosi sono gli utenti che ne usufruiscono (A. PAVAN, *Il crowdfunding: cambia il tradizionale sistema del "fare impresa"*, Milano, 2018, 16). Cfr. A. SCIARRONE ALIBRANDI, *Il testo unico finanziario alla prova del fintech*, cit., 59, ove si evidenzia, tra gli effetti positivi della "rete", «l'incremento complessivo di utilità che l'accesso ai servizi della piattaforma da parte di una molteplicità di utenti di per sé genera»; effetto che deve essere aggiunto agli altri benefici, più spiccatamente economici, arrecati dall'utilizzo delle piattaforme, cioè la «riduzione dei costi di transazione (ad es., costi di ricerca di controparte, di negoziazione del contratto) […] e, a seconda dei servizi forniti dalla piattaforma, di esecuzione del regolamento contrattuale e di coordinamento di tutte le attività»; P. BELLEFLAMME, T. LAMBERT, A. SCHWIENBACHER, *Network effects in crowdfunding*, reperibile in *www.ssrn.com*, gennaio 2018, che osservano (p. 26) come l'*equity crowdfunding* offra «an excellent setting to examine network effects that relate to both participation and usage decisions because it offers an environment in which a very large population of backers can observe the contributions of others within and across projects listed on the CFP».

[465] Cfr. S. CORSO, *Le s.r.l. "aperte" al mercato*, cit., 114 s.; V. DE STASIO, *Il crowdfunding*, cit., 2358 s. Si parla, a tal proposito, di *wisdom of crowd*, dal noto libro di J. SUROWIECKI, *The Wisdom of Crowds*, New York, 2015, ove si individuano alcune caratteristiche che una "folla" dovrebbe possedere affinché le sue scelte possano essere giudicate "sagge", cioè *diversity of opinion, independence, decentralization, aggregation, trust*, le quali (come rileva S. CORSO, a p. 115) si possono riscontrare, almeno in parte, nel *crowdfunding*. Si tratta di un concetto che era già stato oggetto di attenzione, all'inizio del XX secolo, nel pionieristico studio dell'esploratore e biologo F. GALTON, *Vox Populi*, in *Nature*, 1907, 75, 450

l'intelligenza collettiva sarebbe in grado di superare le distorsioni cognitive degli individui[466]. Tuttavia, la possibilità di compiere investimenti in maniera indipendente e giovandosi di fenomeni "aggregativi", insieme alla circostanza che la navigazione sulle piattaforme presenta dinamiche "da *social network*"[467], consentendo ai diversi soggetti di interagire e influenzarsi a vicenda, rendono il *crowdfunding* l'ambiente perfetto, invece che per condurre la folla ad una decisione saggia, per il verificarsi di comportamenti imitativi irrazionali[468] (fenomeni di *herding* e *information cascade*)[469].

(consultabile in modalità *open access* in *www.nature.com*), che descrive il seguente esperimento: durante una fiera di bestiame svoltasi a Plymouth fu esposto un bue grasso e fu chiesto alla folla di presenti, tra i quali vi erano allevatori, macellai e una maggioranza di persone comuni, di scrivere su un biglietto quante libbre, in base al loro intuito, pesasse quel bue una volta macellato e "ripulito"; il risultato che colpì Galton fu che il valore medio tra tutti quelli indicati sui biglietti era incredibilmente simile a quello corretto (1207 libbre invece che 1198, con un errore dello 0,8%). Particolarità di questo esperimento è che nessuno dei partecipanti conosceva il valore indicato sul biglietto da parte degli altri: si tratta di un requisito che risulta fondamentale affinché si possa sperare che la folla giunga ad una decisione quanto più possibile corretta, poiché evita influenze reciproche e comportamenti gregari.

[466] Sulle distorsioni cognitive che caratterizzano le decisioni basate sull'intuizione, frequentemente adottate in ambito finanziario anche da soggetti esperti, v., di recente, G. LIACE, *L'investitore irrazionale*, in *Banca borsa titoli di credito*, 2020, 6, 966; ID., *Sulle emozioni e le reazioni dell'investitore irrazionale*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2020, 1, I, 140; ID., *Investimenti ed emozioni*, in *Banca impresa società*, 2023, 3, 509.; V. DE STASIO, *Il crowdfunding*, cit., 2354 ss.

[467] V. DE STASIO, *Il crowdfunding*, cit., 2354, che sottolinea il rischio che le decisione di investimento vengano prese non alla luce dell'esperienza e delle conoscenze di ogni investitore, ma in base a pregiudizi personali e a racconti persuasivi.

[468] Come è stato icasticamente osservato, «dalla saggezza della folla alla stupidità del gregge il passo è breve». Così, M. MOTTERLINI, *Facebook e sbagli di più*, in *IlSole24Ore*, 26 giugno 2011, 27 (sul tema v. anche, *amplius*, ID., *La psicoeconomia di Charlie Brown*, Milano, 2015), che aggiunge: «perché la folla sia saggia occorre che il singolo non sia influenzato "socialmente", cioè che non conosca le opinioni altrui e cosa gli altri dicano di fare. Appena ne diviene consapevole, è il conformismo a prevalere […]». Il problema, dunque, come riporta l'articolo citato, è che nelle dinamiche da *social network* (che si possono riscontrare anche sui portali di *crowdfunding*), la scelta compiuta da un soggetto è nota agli altri e, pertanto, non si verifica quella condizione di reciproca ignoranza che era alla base dell'esperimento sulla *Vox populi* compiuto da F. Galton (v. *supra*).

[469] Si tratta di fenomeni, sovente descritti in maniera simile (ma per una distinzione tra i due v. B. ÇELEN S. KARIV, *Distinguishing Informational Cascades from Herd Behavior in the Laboratory*, in *American Economic Review*, 2004, vol. 94, 3, 484) che si realizzano quando gli investitori non adottano decisioni secondo le proprie informazioni e si adeguano al comportamento tenuto dagli altri operatori prima di loro: v. G. LIACE, *La finanza comportamentale e l'effetto gregge*, in *Rivista di diritto del risparmio*, 2020, 3, 1; ID., *L'investitore irrazionale*, cit., 972; ID., *Sulle emozioni*, cit., 145; C. LUCARELLI, F.J. MAZZOCCHINI, *La cascata informativa*, cit., 12; S. VISMARA, *Information Cascades among Investors in Equity Crowdfunding*, in *Entrepreneurship Theory and Practice*, 2018, vol. 42, 3, 467. Sul rischio che questi fenomeni «limit[ino] l'intelligenza collettiva al limite massimo dell'intelligenza del più "*smart*" degli individui che compongono la "folla"», V. DE STASIO, *Il crowdfunding*, cit., 2359. Sul tema, v. anche J. ARMOUR, L. ENRIQUES, *The Promise and Perils of Crowdfunding: Between Corporate Finance and Consumer Contracts*, in *The Modern Law Review*, 2018, vol. 81, 1, 51, reperibile in *www.ssrn.com* dal quale si cita, 42 ss., secondo i quali un meccanismo utile per ridurre l'effetto gregge consiste nel permettere agli investitori di conoscere non solo l'ammontare complessivo che è stato già sottoscritto in relazione ad una determinata offerta, ma anche l'ammontare impegnato dai singoli investitori, cosicché

2. (*Segue*) Il *crowdinvestor* come socio *sui generis*. La *disclosure* "atipica" delle offerte di *crowdfunding*.

La possibilità che gli investitori *retail* compiano scelte irrazionali è poi aggravata dalla natura stessa delle offerte svolte sui portali, nell'ambito delle quali gioca un ruolo importante l'istinto e il coinvolgimento "emotivo" che l'utente percepisce nei confronti di un determinato progetto imprenditoriale, del quale ha "sposato" l'idea[470].

Si deve considerare che le offerte sui portali hanno ad oggetto un "bene finanziario" che, pur essendo senz'altro tecnicamente rappresentato da una partecipazione societaria, si caratterizza per la sua connessione con uno specifico progetto, sicché il soggetto che sceglie di aderire a un'offerta appare interessato non solo a investire il proprio risparmio, ma anche a prendere parte a un disegno imprenditoriale del quale condivide l'idea e le aspirazioni[471]; in altri termini, un progetto imprenditoriale dal quale si attende un ritorno morale, oltre che finanziario[472]. Infatti, a differenza di quanto avviene nelle

---

gli investitori *retail* siano indotti a seguire la scelta compiuta da coloro che hanno investito somme maggiori, supponendo che siano coloro che hanno compiuto una più accurata *due diligence*.

[470] Sul coinvolgimento emotivo provato dall'investitore che opera sui portali di *crowdfunding*, cfr. E. GINEVRA, *Le società di capitali "aperte", tra codice civile e T.u.f.*, in *Banca borsa titoli di credito*, 2022, 6, 889 s.; D. COLONNELLO, E.R. IANNACCONE, G. MOLLO, M. ONZA, *Piccole e medie imprese e finanziamento del progetto imprenditoriale: una ricerca per un nuovo tipo di emittente*, CONSOB – *Quaderni giuridici*, n. 24, giugno 2022, 25 s.; S. CARBONE, F. FIAMMA, T. MARCELLI, V. MIRRA, D. ZAOTTINI, *La qualità della regolazione nell'esperienza Consob. Dalla misurazione degli oneri amministrativi al ciclo della valutazione. Il caso dell'equity crowdfunding*, CONSOB – *Discussion papers*, n. 6, aprile 2016, 58 ss.; M. ONZA, *L'"accesso" alla società per azioni ed alla società a responsabilità limitata*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2020, 4, I, 732 *sub* nota 86; V. DE STASIO, *Il crowdfunding*, cit., 2352 ss.; S. CORSO, *Le s.r.l. "aperte" al mercato*, cit., 123; A. BOLLETTINARI, E. FREGONARA, *Il crowdfunding*, in O. CAGNASSO, A. MAMBRIANI (diretto da), *Start up e P.M.I. innovative*, Bologna, 2020, 890; F. VELLA, *Equity crowdfunding, sistemi di negoziazione*, cit., 138.

[471] P. SPOLAORE, *S.r.l. e offerta al "pubblico" di partecipazioni sociali*, Milano, 2022, 59: «la caratteristica normativa saliente del "bene finanziario" oggetto di offerta risiede nel collegamento qualificato tra l'investimento e lo specifico progetto imprenditoriale oggetto della campagna di *crowdfunding*: sicché la domanda di consumo finanziario che viene intercettata dall'offerta (i potenziali investitori) è del pari "qualificata" nell'accezione (non tecnica di professionalità, bensì) di attratta precisamente a tali prodotti». Sulla centralità del progetto, v. anche V. DE STASIO, *Il crowdfunding*, cit., 2352; D. COLONNELLO, E.R. IANNACCONE, G. MOLLO, M. ONZA, *Piccole e medie imprese*, cit., 25 s., 41 s., 53 s.; M. ONZA, *L'"accesso" alla società per azioni*, cit., 732 *sub* nota 87, secondo il quale l'investitore aderisce «all'"idea" […], al progetto, più che al "contratto di società"».

[472] CONSOB, *L'equity-crowdfudning. Analisi sintetica della normativa e aspetti operativi*, Position papers, n. 6, agosto 2016, 59: «Oltre al ritorno finanziario, è fondamentale il ritorno morale che gli investitori possono ottenere dal progetto finanziato che può far aumentare il valore percepito derivante dall'investimento […]. Infatti, i piccoli investitori sono principalmente interessati ad investire in progetti che sentono vicini emotivamente o geograficamente e di cui condividono i valori di fondo. Tale ritorno morale può essere dato dai seguenti fattori: - l'associare il proprio nome a persone o progetti di elevato

tradizionali sedi di negoziazione, l'affidabilità delle imprese offerenti – soprattutto quando si tratta di *start-up* innovative – non dipende solo dallo storico dell'attività e dei risultati già ottenuti – il più delle volte assente o poco significativo – ma anche dalla "attrattività" del progetto[473]. Similmente, a coinvolgere gli investitori, oltre al profilo professionale dei gestori della società – potenzialmente anche "*start-upper*" alle prime esperienze – sono anche l'idea e la "narrativa" di chi propone il progetto[474]. D'altra parte, lo stesso soggetto proponente beneficia del coinvolgimento degli investitori, potendo ricevere da essi sia una generica approvazione della bontà del progetto, sia, dai più esperti, specifici apporti non finanziari sotto forma di *crowdsourcing*[475].

---

standing etico, tecnologico, scientifico e culturale (*mecenatism*); - la sensazione di aver investito in "*The Next Big Thing*" con prospettive di grandi guadagni (*lottery effect*); - la possibilità di apportare la propria esperienza, competenza e *network* di relazioni, anche entrando direttamente nella *governance* (*back to work*); - il convincimento di avere fatto qualcosa di utile per il Paese (*give back*); - partecipare ad un movimento di innovazione e di intraprendenza (*emotional value*)». Cfr. l'approfondita analisi condotta da C. CIVARDI, A. MORO, J. WINBORG, *"All that glitters is not gold!": The (Unexplored) Determinants of Equity Crowdfunding*, in *Small Business Economics*, 2023, 11 August, ove vengono descritti i diversi moventi che spingono un soggetto ad investire tramite *crowdfunding*, cioè: 1) *utilitarian motives*: il desiderio di un ritorno economico, potenzialmente anche di notevole entità a fronte di un investimento esiguo qualora si abbia "scommesso" su una *start-up* capace di rivelarsi un "unicorno"; 2) *emotional motives*: il piacere di far parte di un progetto, di sentirsi "co-imprenditore" o di sostenere un causa in cui si crede; la pressione ad investire causata dalla sensazione di perdere un'occasione che altri stanno sfruttando (c.d. FOMO, *fear of missing out*); il divertimento/brivido di un investimento rischioso, simile a una scommessa; il desiderio di sostenere un imprenditore che appare carismatico e motivato da buone intenzioni; 3) *expressive motives*: il desiderio di dare alla società un'immagine di se stessi come benefattori o sostenitori dell'innovazione e del progresso, nonché il desiderio di mettere in mostra il proprio *status* sociale ed economico. Cfr., per considerazioni simili, A. AGRAWAL, C. CATALINI, A. GOLDFARB, *Some Simple Economics of Crowdfunding*, in *Innovation Policy and the Economy*, 2014, vol. 14, issue 1, 63, reperibile in *www.nber.org*, dal quale si cita, 14 ss.

[473] Cfr. M. ONZA, *L'"accesso" alla società per azioni*, cit., 734, il quale osserva che «l'economia non fa più solo affidamento sulla patrimonializzazione e sulla redditività prospettica dell'attività intrapresa. Più incisivamente: il "*credito*" della società non è più "fondato" né sulle "persone dei soci" né sul "capitale sociale": *ma sulle sole* (e in tesi "*tante*") *idee*» (corsivi dell'Autore); A. BOLLETTINARI, E. FREGONARA, *Il crowdfunding*, cit., 890. V. anche quanto si dice *infra*, relativamente all'informazione che deve essere contenuta nel *KIIS*, ove si dà più risalto alle caratteristiche del progetto che alle informazioni contabili e finanziarie dell'impresa.

[474] Della necessità di utilizzare «una specifica retorica, capace di toccare alcune corde sensibili dell'investitore modello» discorrono N. DE LUCA, S.L. FURNARI, A. GENTILE, voce *Equity crowdfunding*, in R. SACCO (diretto da), *Digesto delle Discipline Privatistiche*, Sezione Commerciale, VIII Aggiornamento, Torino, 2017, 160. Cfr. A. WUILLAUME, A. JACQUEMIN, F. JANSSEN, *The right word for the right crowd: an attempt to recognize the influence of emotions*, in *International Journal of Entrepreneurial Behavior & Research*, 2018, ove un'approfondita analisi dell'efficacia delle narrative con cui gli imprenditori cercano di attirare l'interesse dei potenziali *funders*.

[475] COMMISSIONE UE, *Sfruttare il potenziale del crowdfunding nell'Unione europea*, Comunicazione della Commissione al Parlamento Europeo, al Consiglio, al Comitato Economico e Sociale Europeo e al Comitato delle Regioni, COM (2014) 0172: «I finanziatori possono […] beneficiare di un punto di vista diverso sugli imprenditori e di un contatto più diretto con essi, cosa che può ulteriormente promuovere la cultura imprenditoriale. Inoltre, i finanziatori spesso formano una comunità a sostegno del progetto

Che questa peculiare conformazione del fenomeno sia ben nota al legislatore ed ai regolatori traspare chiaramente dalla sua disciplina[476]. Nel nuovo Regolamento UE 2020/1503 (Reg. ECSP) si pone particolare enfasi sul ruolo centrale che ricoprono il progetto e la necessità di fornire agli investitori informazioni legate ad esso, tanto che il suo ideatore in cerca di finanziamento viene identificato come «titolare del progetto»[477], e non come soggetto "offerente" o "emittente". Inoltre, il Reg. ECSP mostra una certa consapevolezza della particolare natura dei "beni" offerti sui portali, sia laddove afferma che «i prodotti finanziari commercializzati sulle piattaforme di *crowdfunding* non sono gli stessi dei prodotti di investimento o di risparmio tradizionali e non dovrebbero essere commercializzati come tali» (considerando 43), sia quando impone che la «Scheda contenente le informazioni chiave sull'investimento» (*Key Investment*

---

finanziato o forniscono risorse non finanziarie sotto forma di *crowdsourcing*». Nel complesso, il titolare del progetto può giovarsi, tra l'altro, di *feedback*, suggerimenti, contatti per entrare in nuove reti commerciali, sponsorizzazione dell'attività grazie al passaparola o alla condivisione (spontanea o su richiesta) di contenuti sui *social network*. Da questo punto di vista, disporre di una "folla" di investitori che dissemina il *web* di informazioni sull'attività esercitata, effettuando – consapevolmente o meno – una campagna pubblicitaria, può risultare conveniente anche dal punto di vista economico, poiché «similar information dissemination would require significant advertisement campaign if the venture were financed by a few, larger investors» (A. SCHWIENBACHER, B. LARRALDE, *Crowdfunding of Small Entrepreneurial Ventures*, in D. CUMMING, *The Oxford Handbook of Entrepreneurial Finance*, Chapter 13, Oxford, 2012, reperibile in *www.ssrn.com*, dal quale si cita, 12). Sulla possibilità per l'imprenditore di ottenere una "validazione" della propria idea da parte della "folla" o altre forme di benefici, v. anche N. DE LUCA, S.L. FURNARI, A. GENTILE, voce *Equity crowdfunding*, cit., 160; T. XU, *Learning from the Crowd: The Feedback Value of Crowdfunding*, 30 settembre 2018, reperibile in *www.ssrn.com*.

[476] E traspare chiaramente anche dai documenti di studio o di "*investor education*" redatti dalla Consob. Esemplari sono gli avvertimenti che la Consob rivolge agli investitori in merito ai rischi di questo strumento: «l'investimento in *start-up* innovative presenta caratteristiche particolari e rischi economici più elevati rispetto agli investimenti tradizionali. Riflettiamo in primo luogo sul fatto che una *start-up* innovativa è qualcosa di nuovo: non ha una storia, né propria né riferita al settore in cui opera, non ha risultati da presentare, non ha dividendi da promettere (la cui distribuzione non è consentita affinché gli utili eventualmente realizzati siano reinvestiti nell'attività d'impresa). Una *start-up*, in sostanza, offre un'idea e un progetto per realizzarla. La decisione se investire oppure no, pertanto, non si basa, come tradizionalmente avviene, su elementi economici e razionali ma, inevitabilmente, sul nostro modo di apprezzare, anche emotivamente, il progetto che ci viene presentato. E sull'impatto emotivo che il progetto può avere su di noi ben possono influire, oltre che le parole, le immagini, i video o i "*pitch*" presenti sul portale. Tutti gli studi che trattano il tema del *crowdfunding* sottolineano l'importanza del fattore emozionale nella scelta del progetto da finanziare. E questo costituisce forse uno degli aspetti più delicati di cui l'investitore (soprattutto quello non professionale) deve prendere coscienza nella sua decisione di impiegarvi i propri risparmi» (così, il documento CONSOB, *Cosa devi assolutamente sapere prima di investire in una "start-up innovativa" tramite portali on-line*, reperibile in *www.consob.it*). Considerazioni di analogo tenore si rinvengono anche negli altri studi pubblicati dalla Consob e citati nelle note seguenti di questo paragrafo.

[477] Art. 2, par. 1, lett. h, Reg. ECSP: «"titolare di progetti", ogni persona fisica o giuridica che persegue l'obiettivo di reperire fondi tramite una piattaforma di *crowdfunding*».

Information Sheet – KIIS) contenga l'avvertimento che: «questo non è un prodotto di risparmio» (art. 23, comma 6, lett. *c*)[478].

Sembra che l'offerta di partecipazioni tramite *crowdfunding* sia considerata come "altro" rispetto alla tradizionale offerta al pubblico di titoli, alla cui disciplina infatti non è soggetta[479]. Ciò non toglie che la tutela degli investitori nei portali sia affidata ad alcuni presìdi simili a quelli tipici dei mercati finanziari[480], ma a questi si aggiunge anche una disciplina degli obblighi informativi che rispecchia le particolarità dell'oggetto dell'offerta[481]: una disciplina della *disclosure* "atipica" che attribuisce particolare importanza alla pubblicazione della descrizione del progetto, mentre appare meno rigida nell'esigere la pubblicazione dei dati contabili e finanziari dell'impresa offerente[482], in considerazione del fatto che una "giovanissima" *start-up* di recente

[478] E prosegue avvertendo che «[…] si consiglia di non investire più del 10% del proprio patrimonio netto in progetti di *crowdfunding*». Sul punto, cfr. P. SPOLAORE, *S.r.l. e offerta al "pubblico"*, cit., 60 ss.

[479] P. SPOLAORE, *S.r.l. e offerta al "pubblico"*, cit., 61.

[480] Come i requisiti organizzativi e gli obblighi di condotta imposti al gestore della piattaforma, nonché il test di appropriatezza per gli investitori (sul quale v. cap. II, par. 6).

[481] P. SPOLAORE, *S.r.l. e offerta al "pubblico"*, cit., 63. Peraltro, come osservano S. CARBONE, F. FIAMMA, T. MARCELLI, V. MIRRA, D. ZAOTTINI, *La qualità della regolazione*, cit., 59, tutta la disciplina della tutela, informativa e non, riservata al *crowdinvestor* sembra orientata a "rallentare" il processo di investimento che, a causa della semplicità degli strumenti offerti da *internet* e della componente emotiva insita nel *crowdfunding*, potrebbe compiere il "*click*" in maniera avventata e istintiva. Nello stesso senso, F. BRIZZI, *S.r.l. PMI e offerta al pubblico di quote di partecipazione*, Torino, 2022, 194; V. DE STASIO, *Il crowdfunding*, cit., 2360 s.)

[482] L'Allegato I, Reg. ECSP, definisce – invero con alcune incongruenze lessicali presumibilmente dovute a un difetto di traduzione – il contenuto del *KIIS*, che risulta piuttosto eccentrico rispetto al tipico contenuto del "prospetto informativo". L'Allegato I, infatti, stabilisce che la "Parte A" del *KIIS* deve presentare una serie di informazioni, tra cui: «*d)* un collegamento ipertestuale ai più recenti bilanci del titolare del progetto, *se disponibile*; *e)* principali cifre e indici finanziari annuali del titolare del progetto relativi agli ultimi tre anni, *se disponibili*; *f)* descrizione del progetto di *crowdfunding*, comprese finalità e caratteristiche principali». Il primo aspetto da notare è che, accanto ai dati contabili e finanziari, deve essere presente la descrizione del progetto (descrizione la cui importanza è avvalorata dal fatto che la "Parte H" del *KIIS* deve anche indicare «dove e come ottenere gratuitamente informazioni supplementari sul progetto di *crowdfunding*, sul titolare del progetto e sulla società veicolo»). Il secondo, e più rilevante, aspetto da notare è che l'informazione contabile e finanziaria deve essere pubblicata solo "se disponibile". A questo proposito, però, è necessaria una precisazione: nella lett. *e*, l'espressione «se disponibili» si riferisce senza dubbio alle «cifre e indici finanziari»; invece, nella lett. *d*, l'espressione «se disponibile» (al singolare) sembrerebbe riferirsi al «collegamento ipertestuale» e non ai «più recenti bilanci» (per necessari motivi di concordanza grammaticale nel numero). Tuttavia, questa soluzione appare priva di senso, per almeno due motivi: anzitutto, non si comprende per quale motivo un'impresa così propensa all'utilizzo degli strumenti informatici da aver pianificato una campagna di *crowdfunding* possa non disporre di un (banale!) *link* che rimandi ai propri bilanci; inoltre, se è possibile che i dati finanziari relativi all'ultimo triennio non siano disponibili, ad esempio perché si tratta di un'impresa di recente costituzione, è ugualmente possibile che una "giovanissima" impresa non abbia ancora redatto il suo primo bilancio annuale. L'aporia si risolve parzialmente confrontando la versione italiana del Regolamento con quelle in altre lingue: «Un hyperlien vers les états financiers les plus récents du porteur

costituzione potrebbe persino non disporre di questi dati o comunque disporre di una documentazione solo "previsionale" e non particolarmente significativa[483], se confrontata a quella di una PMI più "anziana"[484].

---

de projet, *s'il est disponible*»; «Un hipervínculo a los estados financieros más recientes del promotor del proyecto, *si se dispone de ellos*»; «A hyperlink to the most recent financial statements of the project owner, *if available*»; «Hiperligação para a demonstração financeira mais recente do promotor do projeto, *se disponível*»; «Hyperlink zu den jüngsten Jahresabschlüssen des Projektträgers, *sofern verfügbar*». Come si nota, solo la versione francese è corrispondente a quella italiana, e quindi l'inciso finale si riferisce al *link*. Invece, nella versione spagnola, l'inciso finale si riferisce chiaramente a "los estados financieros", cioè ai documenti contabili, i quali, quindi, potrebbero non essere disponibili. Nelle altre lingue, l'inciso finale potrebbe riferirsi tanto al *link*, quanto ai documenti contabili, non venendo in aiuto né il genere né il numero grammaticale per sciogliere il dubbio. Alla luce di queste osservazioni, sembrerebbe plausibile che la versione italiana (così come quella francese) contenga un errore di traduzione, e che la versione corretta sia quella spagnola (oltre ovviamente alle altre versioni che, però, dovrebbero essere lette secondo il senso di quella spagnola, quindi riferendo l'inciso finale ai dati contabili e non al *link*). Che questa sia la lettura corretta e che l'intento del legislatore europeo sia quello di consentire alle *start-up* neocostituite di promuovere campagne di *crowdfunding*, anche se non hanno redatto il loro primo bilancio annuale, è confermato, d'altronde, dal Regolamento delegato UE n. 2119 del 23 luglio 2022, relativo ai contenuti del *KIIS*, nel cui Allegato si specifica che l'offerente deve «inserire un collegamento ipertestuale ai più recenti bilanci del titolare del progetto, *se disponibili*», e che: «l'*eventuale indisponibilità* dei bilanci più recenti deve essere indicata chiaramente. È possibile precisare i motivi di tale indisponibilità. Solo qualora i bilanci più recenti non siano disponibili può essere inserito un collegamento ipertestuale allo stato patrimoniale aggiornato del titolare del progetto, *se disponibile*». Si consideri che previsioni simili erano contenute anche nel previgente Regolamento della Consob sul *Crowdfunding* (delibera n. 18592/2013), ai sensi del cui Allegato 3, la «informativa contabile» doveva essere pubblicata dall'offerente solo «*ove disponibile*»; inoltre, a riprova che sia privo di senso immaginare che una società non disponga del *link* per accedere ai suoi bilanci, lo stesso Allegato stabiliva che «per l'informativa contabile completa dovrà essere *espressamente indicato il collegamento ipertestuale diretto*». Lo stesso Allegato 3 prevedeva che tra le informazioni relative all'offerta dovessero figurare, in questo caso *necessariamente*, il «progetto industriale» e il «*business plan*». Per un'approfondita analisi della funzione e del contenuto che dovrebbe presentare un *business plan*, soprattutto in relazione al suo utilizzo in un'operazione di *crowdfunding*, v. CONSOB, *L'equity-crowdfunding. Analisi sintetica della normativa e aspetti operativi*, Position papers, n. 6, agosto 2016, 20 ss. e 65 ss.

[483] Si è specificato nella nota precedente che, come riconosce lo stesso Reg. ECSP, sia i «bilanci», sia le «principali cifre e indici finanziari annuali […] relativi agli ultimi tre anni», potrebbero non essere disponibili in caso di *start-up* neocostituita. Invero, potrebbero esservi alcune «cifre o indici» relativi a periodi inferiori rispetto a tre anni, e in quel caso sembra evidente che sia obbligatorio pubblicare tali dati. D'altronde, tra gli "indici" richiesti dalla lett. *e)*, dell'Allegato al Reg. delegato UE n. 2119 del 23 luglio 2022, relativo ai contenuti del *KIIS*, ve ne sono alcuni che potrebbero essere pubblicati anche a prescindere dalla conclusione del primo esercizio (come, ad esempio, quello di cui al n. *ix)*, cioè il «rapporto immobilizzazioni immateriali/totale attivo»). Inoltre, eventualmente, si può ipotizzare la pubblicazione di bilanci intermedi (che sarebbero comunque presumibilmente poco significativi se redatti a pochi mesi dalla costituzione). Ovviamente possono – anzi, probabilmente *devono* – essere pubblicati dati previsionali. Si consideri che la stessa Consob, nella guida sugli investimenti nel *crowdfunding*, menziona (a p. 58) i principali indici di bilancio che è utile valutare prima di compiere l'investimento, ma poi aggiunge: «dopo aver citato i principali indici da valutare per definire la convenienza economico-finanziaria di un investimento relativo alla realizzazione di un progetto innovativo, è fondamentale precisare che *l'analisi si basa su bilanci previsionali*. Una *start-up* innovativa, ma in certa misura anche una PMI innovativa, offre un'idea e un progetto per realizzarla: la decisione se investire oppure no, pertanto, non si basa solo, come tradizionalmente avviene, su elementi economici e razionali ma, inevitabilmente, sul modo degli investitori di apprezzare il progetto che viene presentato» (CONSOB,

La potenziale scarsità delle informazioni rende estremamente rischioso, e non sempre basato su scelte puramente razionali[485], l'investimento nel settore del *crowdfunding*, che già di per sé presenta i rischi tipici dell'investimento in società poco solide dal punto di vista patrimoniale, quali sono in generale le PMI[486].

Si potrebbe essere tentati di affermare che, mentre gli strumenti finanziari tradizionali rispondono primariamente all'esigenza di impiego del risparmio, sicché, una volta soddisfatto un certo livello di remuneratività, gli strumenti finanziari offerti da diversi emittenti potrebbero risultare, almeno in ipotesi, tendenzialmente fungibili per la maggior parte degli investitori[487], i "prodotti" offerti sui portali, essendo connessi ad un

---

L'equity-crowdfunding. Analisi sintetica della normativa e aspetti operativi, Position papers, n. 6, agosto 2016, 59; nello stesso senso, v. anche CONSOB, *Cosa devi assolutamente sapere prima di investire in una "start-up innovativa" tramite portali on-line*, reperibile in *www.consob.it*).

[484] Si aggiunga che una *start-up* innovativa dedita a un'attività realmente inedita, come lo sviluppo di un prodotto mai realizzato prima, potrebbe persino non disporre di un mercato di riferimento e quindi di *competitor* con il cui operato svolgere dei confronti.

[485] Come costantemente ribadito dalla Consob nei documenti citati nelle note di questo paragrafo.

[486] Che si tratti di investimenti ad alto rischio è insistentemente espresso dall'art. 23 Reg. ECSP. È chiaro che l'apporto di somme in una società che svolge una *disclosure* estremamente povera – se non addirittura, come si è detto, del tutto priva – di dati "*hard*" sembri un atto più vicino a una scommessa che a un investimento finanziario; e forse non è un caso che, nella letteratura americana, gli investitori in neocostituite *start-up* vengono spesso indicati come le "3F", cioè *family*, *friends*, e *fools* (cfr. A. TOMCZAK, A. BREM, *A conceptualized investment model of crowdfunding*, in *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 2013, vol. 15, n. 4, 335: «fools denote the high risk associated with investment in emerging stage firms»; P. AGSTNER, A. CAPIZZI, P. GIUDICI, *Business Angels, Venture Capital e la nuova s.r.l.*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, 2020, 2, 382).

[487] La caratteristica della "fungibilità" degli investimenti nei tradizionali mercati finanziari (messa in luce da P. SPOLAORE, *S.r.l. e offerta al "pubblico"*, cit., 59 e 83) non può, ovviamente, come afferma lo stesso Autore, essere esasperata al punto da ritenere che per ogni investitore sia indifferente la società della quale sottoscrive o acquista le azioni. Quel che è certo, però, è che l'investimento in grandi società per azioni aperte è guidato da un imponente complesso di dati e informazioni sugli aspetti contabili e finanziari della società e sullo storico dell'attività; pertanto, almeno in ipotesi, qualora un investitore fosse interessato esclusivamente ad avere il massimo ritorno economico dal proprio investimento, senza alcuna preferenza riguardante qualsiasi altro aspetto dell'attività svolta dalla società, sarebbe astrattamente possibile condurre una scelta basata solo sulle prospettive di redditività dell'investimento che emergono dall'analisi dei dati. Un simile approccio, invece, nei portali di *crowdfunding* è in molti casi (soprattutto con riguardo alle neocostituite *start-up* innovative) del tutto impossibile, per via dell'assenza di dati (se non addirittura per via dell'assenza di un mercato di riferimento dedicato a un'attività così innovativa da non avere termini di paragone), sicché l'investimento è necessariamente guidato, almeno in parte, dall'istinto e dall'emotività (come afferma la stessa CONSOB nei documenti citati *supra*). Si potrebbe, forse, pensare che sia un tipo di investimento che si presti meno ad essere svolto da "inanimati" *trader* algoritmici (sull'analisi finanziaria automatizzata, v., fra gli altri, C. RINALDO, *Le analisi finanziarie robotizzate: consulenze, ratings, classificazioni*, in M. CIAN, C. SANDEI (a cura di), *Diritto del fintech*, Milano, 2020, 353). Naturalmente, non si può escludere che, anche nel contesto dell'investimento azionario nei tradizionali mercati finanziari, l'investitore sia motivato, ad esempio, dall'interesse personale che nutre in un determinato settore produttivo, dalla "fiducia" che ispirano i *manager* di una società, dai futuri piani di sviluppo dell'attività, degli obiettivi che da essi ci si attende e, pertanto,

progetto ancora *in fieri*, selezionato *anche* sulla base dell'istinto, implicano una scelta di investimento tutt'altro che indifferente e fungibile, seppure sempre motivata da un fine finanziario[488].

La «logica per così dire fiduciaria»[489] sottesa agli investimenti sui portali *online* era ben dimostrata dalla disposizione[490] della previgente disciplina italiana del *crowdfunding* che consentiva l'*exit* del socio-*crowdinvestor* nel caso di cessione della partecipazione di controllo entro i primi tre anni dalla conclusione dell'offerta. La finalità di questa norma – come si è detto[491] – è consentire ai soci di minoranza di "uscire" dalla società quando nella compagine venga a mancare l'ideatore del progetto e promotore della raccolta[492].

---

dall'intuito. Ciò appare tanto più vero oggi, alla luce del recente aumento della propensione agli investimenti "sostenibili": v. *infra*, nel testo e in nota.

[488] E. GINEVRA, *Le società di capitali "aperte"*, cit., 890: «non sembra azzardato prospettare che la quota offerta in *crowdfunding* non si possa qualificare senz'altro oggetto di una "domanda di consumo", avente a oggetto un prodotto finanziario sostituibile con altro reperibile nel mercato dei capitali, consideratene le peculiarità che ne fanno un prodotto "personalizzato", sebbene di massa»; nello stesso senso P. SPOLAORE, *S.r.l. e offerta al "pubblico"*, cit., 59, ove si aggiunge l'osservazione che, anche prendendo come riferimento gli investitori istituzionali, si deve escludere la comparabilità della quota di s.r.l. oggetto di *crowdfunding* con altri beni finanziari, in quanto essa «non sembra prestarsi ad essere inserita indifferentemente nella rosa di alternative selezionabili per la composizione di un portafoglio di investimenti, in sostituzione di altri metodi di utilizzo del risparmio gestito».

[489] Nel senso che gli investitori ripongono la propria "fiducia" nell'idea del soggetto promotore della raccolta fondi. L'espressione è di M. CIAN, *S.r.l. PMI, s.r.l., s.p.a.: schemi argomentativi per una ricostruzione del sistema*, in *Rivista delle società*, 2018, 4, 836 e 843. La medesima formula è usata da C. RINALDO, *La multiformità della s.r.l.*, in *Rivista delle società*, 2020, 5-6, 1529.

[490] Art. 24, comma 1, lett. *a)*, reg. Consob 18592/2013, che dava attuazione all'art. 100-*ter*, comma 2, Tuf, nella sua formulazione precedente rispetto all'entrata in vigore del d.lgs. 30/2023.

[491] Cap. II, par. 6.

[492] Inoltre, la stessa norma sembra perseguire anche la finalità di stabilizzare la permanenza nella compagine sociale dei soci di controllo, introducendo per essi «una sorta di "rischio", tale da indurli a non trasferire il controllo per almeno tre anni» [così, O. CAGNASSO, *La s.r.l. piccola e media impresa (P.M.I.)*, in C. IBBA, G. MARASÀ (a cura di), *Le società a responsabilità limitata*, vol. I, Milano, 2020, 139; ID., *S.r.l. aperta*, in *Nuove leggi civili commentate*, 2020, 5, 1217; nello stesso senso, C. RINALDO, *La multiformità della s.r.l.*, in *Rivista delle società*, 2020, 5-6, 1529 s.; F. BRIZZI, *S.r.l. PMI e offerta al pubblico*, cit., 199 s.; M. CIAN, *Dalla s.r.l. a base personalistica alle quote "finanziarie" e alla destinazione ai mercati: tante s.r.l.?*, in *Studium iuris*, 2019, 12, 1424]. Si tratta, invero, di una circostanza che ulteriormente rimarca la differenza tra la s.r.l. *crowdfunded*, definita "aperta", e le vere e proprie società "aperte": infatti, la finalità di stabilizzare la compagine societaria appare incoerente con le logiche sottese alla disciplina delle società "aperte", tendenzialmente congegnata in maniera tale da rimuovere gli ostacoli alla mobilità degli assetti proprietari e al mercato del controllo (G. OLIVIERI, *Alle origini della società aperta*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2019, 2, 635 e 637). Si osservi che il "cambio di controllo" è un fenomeno meno frequente nelle PMI, i cui soci sono spesso animati da un sentimento di "attaccamento" nei confronti della "propria" società; invece, potrebbe essere più frequente nelle *start-up* innovative, dove, in alcuni casi, gli ideatori del progetto desiderano "monetizzare" l'idea non appena ricevono un'offerta significativa da un investitore professionale (sul tema, v. A. ARORA, A.

Nell'attuale disciplina del *crowdfunding* non constano disposizioni che incentivano la permanenza nella compagine sociale del titolare del progetto, né dalle quali si possa desumere che il titolare del progetto debba mantenere per sé la quota di controllo[493]. Tuttavia, l'idea che il promotore di una campagna di *crowdfunding*, per attirare più investitori, debba mostrare ad essi l'intenzione di mantenere saldo il controllo dell'impresa e di "credere" personalmente nel progetto è dimostrata dal fatto che, sul piano empirico, le offerte di maggiore successo sono quelle – la stragrande maggioranza, a giudicare dai dati statistici[494] – in cui la quota di capitale offerta non è eccessivamente elevata rispetto a quella conservata dall'offerente[495], nonché quelle in cui il promotore, con la corretta retorica, pubblica *online* materiali informativi (seguendo uno "stile" di *disclosure* coerente con il tipo di investitori e di strumento utilizzato) dai quali emerge il desiderio di sviluppare il progetto in prima persona[496].

FOSFURI, T, RØNDE, *Waiting for the Payday? The Market for Startups and the Timing of Entrepreneurial Exit*, in *Management Science*, 2020, vol. 67, issue 3, 1453).

[493] Ma si noti che, da una semplice ricognizione delle offerte presenti sui principali portali di *crowdfunding* italiani, emerge che sono numerose le società che prevedono, tra i diritti del futuro quotista, anche quello di covendita (*tag along*), esercitabile nel caso in cui il promotore dell'offerta ceda la propria partecipazione.

[494] In basi ai dati raccolti dal POLITECNICO DI MILANO, *8° Report italiano sul CrowdInvesting*, luglio 2023, 20 s., la quota del capitale offerta sui portali ha un valore medio dell'8,65% e mediano del 5,24%, seppur con una variabilità elevata. A confermare la tendenza degli imprenditori a mantenere il controllo sulle proprie società finanziate mediante *crowdfunding* è anche la frequente pratica di imputare a sovrapprezzo la parte più consistente dell'aumento di capitale (cfr. S. CORSO, *Le s.r.l. "aperte" al mercato*, cit., 48; ID. *S.R.L.-PMI aperte al mercato: scelte statutarie e diritti dei soci investitori*, in *Banca borsa titoli di credito*, 2019, 6, 891; M. MOZZARELLI, *L'equity crowdfunding in Italia. Dati empirici, rischi, strategie*, in *Banca borsa titoli di credito*, 2019, 5, I, cit., 659).

[495] S. VISMARA, *Equity retention and social network theory in equity crowdfunding*, in *Small Business Economics*, 2016, 46, 579, reperibile in *www.ssrn.com*, dal quale si cita, 17: «Equity retention is perceived as a signal of quality. Founders who sell larger portions of their companies at listing are less likely to attract the interest of potential investors». La circostanza appena descritta, oltre a riscontrarsi anche nelle tradizionali quotazioni in borsa (come riconosce lo stesso Autore citato), conferma l'ipotesi che sta alla base della la c.d. *pecking order theory* (o "teoria dell'ordine di scelta"), secondo la quale il mercato penalizzerebbe le emissioni di capitale, sottovalutandole, e quindi determinando un calo del valore dell'impresa: v., *amplius*, cap. I, par. 2.

[496] In altri termini, più accattivanti sono quelle campagne di raccolta nelle quali il promotore "ci mette la faccia" (cfr. A. BOLLETTINARI, E. FREGONARA, *Il crowdfunding*, cit., 896; V. DE STASIO, *Il crowdfunding*, cit., 2348). Nella letteratura giuridica e, soprattutto, economica sono molto numerosi gli studi che analizzano l'importanza che la *disclosure* verta su contenuti e utilizzi strumenti che siano coerenti con l'ambiente digitale in cui si svolge l'offerta e con l'esigenza di suscitare entusiasmo negli investitori (cfr. il *discussion paper* della Consob di S. CARBONE, F. FIAMMA, T. MARCELLI, V. MIRRA, D. ZAOTTINI, *La qualità della regolazione*, cit., 59, ove si descrive la scelta effettuata dall'Autorità nel definire la previgente disciplina del *crowdfunding*: «tenendo conto della novità del fenomeno e del canale informatico utilizzato, si è consentito ai gestori di proporre le offerte anche tramite strumenti multimediali, come film, *pitches*, slides etc., lasciando all'iniziativa e alla fantasia degli offerenti la possibilità di esporre le proposte di investimento con modalità meno tradizionali e più creative,

Quanto si è finora detto in merito al particolare tipo di rapporto tra offerente e investitori basato sulla condivisione del progetto imprenditoriale caratterizza in particolar modo l'investimento in *start-up* innovative o anche in PMI innovative, meno invece le altre s.r.l. che ricorrono al *crowdfunding*[497]. D'altra parte, sono proprio le *start-up* e PMI innovative le indiscusse protagoniste del settore del *crowdfunding*, posto che la maggior parte delle offerte è promossa da queste categorie di imprese[498].

Si noti anche che quel particolare interesse che spinge l'investitore a impiegare il proprio risparmio in un determinato progetto, per via degli obiettivi non solo economici che esso mira a realizzare, pur essendo una peculiarità del *crowdfunding*, non è ignoto all'investimento tramite i canali tradizionali, soprattutto alla luce della recente tendenza a privilegiare gli investimenti *lato sensu* "sostenibili" o comunque in vario modo connessi ad obiettivi di rilevanza sociale e non meramente finanziari[499].

---

consentendo agli investitori di seguire le loro euristiche e di scegliere sulla base di informazioni e di reazioni anche emotive»). I contenuti vengono pubblicati, oltre che sul portale di *crowdfunding* (almeno quelli che necessariamente devono esservi pubblicati per adempiere agli obblighi informativi), eventualmente anche in apposite sezioni del sito *internet* della società, sui suoi profili nei *social network* o in appositi *forum*: a tal proposito, v. J. ARMOUR, L. ENRIQUES, *The Promise and Perils of Crowdfunding*, cit., 43 s., che suggeriscono la creazione di un *Q&A forum* nel quale gli investitori possano porre domande a cui il promotore della raccolta fondi dia risposte pubbliche consultabili da tutti. Cfr., con varietà di punti di vista e di argomentazioni: X. LI, Y. TANG, N. YANG, R. REN, H. ZHENG, H. ZHOU, *The value of information disclosure and lead investor in equity-based crowdfunding*, in *Nankai Business Review International*, 2016, 3, 301, reperibile in *www.emeraldinsight.com*; M. KOLBE, S. MANSOURI, P.P. MOMTAZ, *Why do video pitches matter in crowdfunding?*, in *Journal of Economics and Business*, 2022, Vol. 122, September-October, 1 ss.; C. SPINA, C. WILLIAMS, *Sharing Stories About Venture Creation: How Crowdfunding Audiences React to Experimentation and Planning in Entrepreneurial Narratives*, INSEAD Working Paper No. 2021/54/EFE, reperibile in *www.ssrn.com*; H. GAFNI, D. MAROM, O. SADE, *Are the Life and Death of an Early Stage Venture Indeed in the Power of the Tongue? Lessons from Online Crowdfunding Pitches*, in *www.ssrn.com*, 27 febbraio 2017.

[497] La ragione risiede nel fatto che, per le società prive di uno storico dell'attività o comunque che, anche se dotate di uno storico, svolgono un'attività capace di accendere l'interesse degli investitori per il suo carattere innovativo, i fattori che motivano all'investimento sono particolarmente influenzati dall'istinto: cfr. F. VELLA, *Equity crowdfunding, sistemi di negoziazione*, cit., 139; A. BOLLETTINARI, E. FREGONARA, *Il crowdfunding*, cit. 890 *sub* nota 71; CONSOB, *L'equity-crowdfudning. Analisi sintetica della normativa e aspetti operativi*, Position papers, n. 6, agosto 2016, 59.

[498] POLITECNICO DI MILANO, *8° Report*, cit., 24 s., ove si riporta che, su tutto il campione composto dalle offerte degli otto anni precedenti, il 74% delle campagne di *crowdfunding* svolte in Italia sono state promosse da *start-up* innovative o PMI innovative [62% le prime (691 società), 12% le seconde (132 società)] e l'8% da veicoli di investimento [i quali (93 società) ben potrebbero investire prevalentemente in *start-up* e PMI innovative], mentre solo il 18% da PMI non aventi i caratteri dell'innovatività (194 società).

[499] Si fa riferimento al fatto che, nell'ultimo decennio, è cresciuta notevolmente la tendenza a preferire gli investimenti di tipo "sostenibile" o comunque capaci di apportare in vario modo qualche tipo di beneficio alla comunità, all'ambiente (si pensi alla maggiore sensibilità nei confronti delle imprese "*green*"), a determinati gruppi sociali o classi di lavoratori (si pensi alle imprese che adottano modalità produttive atte ad assicurare un determinato livello di garanzie nei confronti dei lavoratori, combattendo

2.1. Il peculiare "attivismo" del socio *crowdinvestor*.

Le osservazioni che precedono, pur suggestive, non possono comunque indurre a sottovalutare l'intrinseca finanziarietà dell'investimento compiuto sui portali[500], posto che, sebbene arricchito dal «collegamento qualificato tra investimento e programma imprenditoriale»[501], si tratta in ogni caso di un impiego di denaro dal quale è atteso (o almeno sperato) un ritorno economico[502]. Tuttavia, quelle osservazioni – soprattutto quelle in merito alla potenziale mancanza di solide informazioni contabili e finanziarie nell'oggetto della *disclosure* – consentono di mettere in luce il particolare atteggiamento che connota alcuni *crowdinvestor*: una parte di essi senz'altro adotta uno schema comportamentale analogo a quello che è tipico delle minoranze «razionalmente apatiche» che si riscontrano nelle grandi società azionarie aperte, un'altra parte, però, potrebbe essere composta da soggetti che, mossi da un particolare coinvolgimento nel

---

lo sfruttamento) o allo sviluppo di una determinata area geografica (si pensi alle imprese che si fregiano di concentrare l'attività in Italia, invece che in mercati ove il costo del lavoro sarebbe inferiore). Si tratta di un approccio all'investimento che è stato caldeggiato apertamente anche dagli investitori istituzionali (v. G. STRAMPELLI, *Gli investitori istituzionali salveranno il mondo? Note a margine dell'ultima lettera annuale di BlackRock*, in *Rivista delle società*, 2020, 1, 51) seppur non senza qualche incertezza (v. S.P. ROSSI, *La lettera annuale di Larry Fink del 15 marzo 2023: sostenibilità e scelta del cliente*, in *Rivista delle società*, 2023, 1, 264). Cfr. D. COLONNELLO, E.R. IANNACCONE, G. MOLLO, M. ONZA, *Piccole e medie imprese*, cit., 40, ove si confronta l'approccio "emotivo" dell'investitore nel *crowdfunding* a quello, similmente guidato dal desiderio di un ritorno morale oltre che economico, che si riscontra in tempi recenti nei confronti degli investimenti "sostenibili", sicché anche nei tradizionali mercati finanziari ha assunto maggiore rilevanza, per attirare investitori, il "programma imprenditoriale", la cui attrattività dipenderebbe quindi non solo dal rendimento finanziario atteso, ma anche dagli obiettivi sociali che l'impresa persegue. Sul ruolo dell'emotività nella scelta di compiere investimenti *green*, M. COSSU, *Delle scelte di investimento dei Post-Millennials, e del difficile rapporto tra analfabetismo finanziario e finanza sostenibile*, in *Rivista delle società*, 2021, 5-6, 1281 ss. Il tema del rapporto tra "sostenibilità", da un lato, e società e mercato finanziario, dall'altro, è vastissimo e in continua evoluzione: per alcune indicazioni bibliografiche si rinvia al cap. II, par. 7.2 in nota. Si tratta, peraltro, di un tema che investe anche le società che compiono offerte di *crowdfunding*: v. POLITECNICO DI MILANO, *8° Report*, cit., 36; ID., *7° Report italiano sul CrowdInvesting*, luglio 2022, 36.

[500] È lo stesso Reg. ECSP a mettere in luce la finanziarietà del fenomeno, quando impone che il *KIIS* di ogni offerta contenga i seguenti avvertimenti: «l'investimento nel presente progetto di *crowdfunding* comporta rischi, compreso il rischio di perdita parziale o totale del denaro investito»; «potrebbe non ricevere alcun ritorno sull'investimento».

[501] L'espressione è di P. SPOLAORE, *S.r.l. e offerta al "pubblico"*, cit., 83.

[502] Anche l'investimento tramite *crowdfunding*, in definitiva, rientra tra quei «fenomeni diversissimi» che rispondono allo schema «danaro-tempo-danaro», che P. FERRO-LUZZI, *Lezioni di diritto bancario. Volume I: parte generale*, 3° ed., Torino, 2012, 122 s., utilizza per descrivere le operazioni creditizie, avvertendo però che lo stesso schema si adatta anche ad altre operazioni, tra cui quelle di investimento in attività produttive.

progetto su cui hanno "scommesso", mostrano un inaspettato interesse nei confronti dell'attività sociale[503].

Si tratta di un aspetto che, pur non potendo essere esasperato, può rivestire un certo rilievo, per l'interprete, nell'analisi della disciplina della s.r.l. finanziata tramite *crowdfunding*[504], e, per i soci di controllo, nella definizione statutaria della *governance* e delle prerogative di *voice* da attribuire ai futuri soci investitori[505].

Si tratta, inoltre, di un elemento capace di distinguere nettamente il mercato del *crowdfunding* dal mercato finanziario tradizionale[506].

Nella prospettiva del diritto societario, pertanto, si tratta di un fenomeno che non può essere affrontato con la semplice applicazione di un regime analogo a quello della s.p.a., connotato da una maggiore rigidità in tema di controlli e da minori poteri in capo alle minoranze disperse[507]. Ovviamente, «ciò non significa […] che non vi sia un problema

---

[503] Pertanto, l'identificazione dei *crowdinvestor* come soggetti puramente passivi, del tutto disinteressati alla gestione e motivati dal mero interesse a ricevere dividendi o a lucrare un futuro *capital gain* sembra troppo semplicistica rispetto alla complessità del fenomeno: C. CIVARDI, A. MORO, J. WINBORG, *"All that glitters is not gold!": The (Unexplored) Determinants of Equity Crowdfunding*, in *Small Business Economics*, 2023, 11 August, 4. D'altra parte, si è già detto che l'interesse mostrato dai *crowdinvestor* nell'attività in cui hanno investito può produrre vantaggi anche per il socio di controllo sotto forma di *crowdsourcing*, circostanza, invece, quantomeno insolita tra gli investitori in s.p.a. aperte.

[504] Infatti, come si è detto nel cap. II, par. 3, tra i vari motivi per cui si è criticata la tesi dell'applicazione analogica alla s.r.l. "aperta" della disciplina della s.p.a. vi è anche il fatto che non è possibile dare per scontato che tutti i *crowdinvestor* siano disinteressati alle prerogative che la disciplina della s.r.l. riconosce ai quotisti.

[505] S. CORSO, *Le s.r.l. "aperte" al mercato*, cit., 123. Un cenno su questo aspetto è rinvenibile anche nella manualistica: v. G. FERRI, *Manuale di diritto commerciale*, 16° ed., a cura di C. Angelici e G.B. Ferri, Milano, 2019, 323 s., ove, nel trattare del socio di s.r.l.-PMI privo del diritto di voto (ma senza specificare se entrato in società tramite *crowdfunding*) si afferma che tale privazione non deve necessariamente comportare anche quella del diritto di intervento, in ragione, tra l'altro, della sua «posizione di interessato non soltanto agli esiti finanziari dell'attività sociale, ma anche al suo andamento».

[506] P. SPOLAORE, *S.r.l. e offerta al "pubblico"*, cit., 62; E. GINEVRA, *Le società di capitali "aperte"*, cit., 888 s.: «lo speciale regime cui rinvia l'art. 2325-*bis* c.c. dipende non in sé dalla mera numerosità della base partecipativa bensì dalla circostanza che in sede di primo collocamento o di successiva negoziazione si intercetti una "domanda" che possa appunto definirsi "di mercato" in senso tecnico, ossia identificabile e rilevante sul piano della disciplina che di tale fattispecie si occupi per la sua funzione allocativa e dunque in una logica concorrenziale che veda contrapposti produttori e distributori, da una parte, e consumatori, dall'altra. […] Ora, in relazione alla vicenda cui fa formale riferimento l'art. 100-ter, comma 1°-*bis*, cit. [*n.d.r.* il *crowdfunding*], può in effetti dubitarsi che ricorra lo stesso schema fenomenico di quello appena richiamato».

[507] Cfr. E. GINEVRA, *Le società di capitali "aperte"*, cit., 888 ss.; P. SPOLAORE, *S.r.l. e offerta al "pubblico"*, cit., 83. Peraltro, lo stesso concetto di minoranza "dispersa" potrebbe risultare non più attuale oggi che, grazie ad *internet*, è sempre più agevole coordinare il comportamento di una massa di soggetti non legati da rapporti nel mondo "reale"; e ciò è vero, a maggior ragione, per il *crowdfunding*, ma lo è anche per gli investitori operanti nel contesto dei mercati finanziari tradizionali. Si pensi al notissimo e controverso caso GameStop: v. A. GUACCERO, *Tra democrazia e populismo nel mercato finanziario:*

di tutelare gli investitori in quanto destinatari di una vicenda di intermediazione finanziaria nell'investimento»[508]. Anzi, proprio la natura "atipica" della *disclosure* richiede, a maggior ragione, che gli investitori godano di efficaci tutele almeno nell'ambito dei rapporti societari. Pertanto, sul presupposto che tra di essi vi siano investitori "deboli", è più che giustificato ragionare su quali siano gli strumenti di tutela di cui essi godono in una società originariamente concepita per essere "chiusa"; in prospettiva opposta, è giustificato anche ragionare sull'esigenza di tutelare la funzionalità dell'organismo societario dal rischio che gli investitori abusino delle proprie penetranti prerogative[509].

Nel descrivere quanto si è appena prospettato, bisogna anche considerare che la minoranza composta dai *crowdinvestor* potrebbe essere una minoranza più "organizzata" di quanto si possa immaginare, in quanto composta da soggetti che, seppur distanti e privi di rapporti interpersonali, sono connessi tramite gli strumenti del *web*[510].

3. L'eterogeneità della compagine sociale di una s.r.l. *crowdfunded*. Diverse tipologie di "attivismo".

L'eterogeneità degli investitori nelle s.r.l. *crowdfunded* sembra essere maggiore rispetto a quella riscontrabile nelle società operanti nei tradizionali mercati regolamentati[511]. Tralasciando il ruolo degli investitori professionali "istituzionali",

---

lezioni dal caso GameStop, in *Rivista delle società*, 2023, 1, 228, che descrive l'ormai rilevante interferenza tra *social media* e mercati finanziari.

[508] Così, E. GINEVRA, *Le società di capitali "aperte"*, cit., 890.

[509] Cfr. P. SPOLAORE, *S.r.l. e offerta al "pubblico"*, cit., 88 s.

[510] Cfr. M. CAMPOBASSO, *La tutela delle minoranze tra società aperte e società chiuse*, cit., 153; S. CORSO, *Le s.r.l. "aperte" al mercato*, cit., 121 *sub* nota 38, che richiama i concetti di «minoranza piccola e dispersa» e di «minoranza consistente e disorganizzata» utilizzati dal noto studio di A. MAZZONI, *La tutela delle minoranze azionarie*, in M. ROTONDI (a cura di), *I grandi problemi della società per azioni nelle legislazioni vigenti*, Padova, 1976, 1128. Sugli effetti che il *crowdfunding* produce in materia di *governance* societaria, v. S. KOURABAS, *Corporate governance implications of equity crowdfunding*, in A. GOODWIN, P.W. LEE, R.T. LANGFORD, *Technology and Corporate Law: How Innovation Shapes Corporate Activity*, 1st ed., Cheltenham, 2021, 227, reperibile in *www.ssrn.com.*

[511] S. CORSO, *Le s.r.l. "aperte" al mercato*, cit., 107, ove l'osservazione che, nelle tradizionali sedi di negoziazione si riscontra la crescente presenza di investitori professionali a scapito degli investitori al dettaglio. Questi ultimi, eventualmente, sono presenti nel mercato in via indiretta, per il tramite di Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio (OICR) o altri fondi di investimento di varia natura.

come banche e Oicr, la cui presenza nei portali è sempre stata molto limitata[512], di maggiore interesse per le imprese offerenti sono gli investitori professionali "informali"[513], come i fondi di *venture capital* e i *business angels*.

Invero, l'investimento sui portali da parte di *venture capitalists* è un fenomeno abbastanza marginale, poiché si tratta di una tipologia di investitori che predilige la contrattazione privata. Solitamente, essi intervengono in una fase successiva rispetto a quella in cui è stata svolta una campagna di *crowdfunding*, il successo della quale, tra l'altro, rivestendo una funzione segnaletica della "bontà" del progetto, costituisce un elemento capace di incentivare i *venture capitalists* a "puntare" su una determinata impresa[514]. Si tratta di un aspetto rilevante di cui l'impresa deve tenere conto in fase di predisposizione dell'offerta sui portali di *crowdfunding*, qualora desideri accedere a futuri *round* di finanziamento da parte di questa tipologia di investitori. In tal caso, la definizione dei diritti attribuiti ai *crowdinvestors* deve essere tale da consentire alla società di mantenere un assetto che la renda appetibile per il futuro investimento da parte dei fondi di *venture capital*.

Dunque, oltre ai suddetti fondi di investimento, una s.r.l. *crowdfunded* attira una serie di soggetti meno "strutturati" [515], tra cui si annoverano sia investitori *retail* "puri", cioè minoranze disperse "razionalmente apatiche", sia soggetti connotati da peculiari forme di attivismo: vi possono essere *business angels*[516], ma anche investitori che, pur

[512] Anche quando la previgente disciplina italiana del *crowdfunding* imponeva che almeno il 5% di ogni offerta fosse sottoscritto da soggetti professionali, l'intervento degli investitori istituzionali non era comunque imprescindibile, poiché a questi erano stati equiparati diversi tipi di investitori non professionali ma "qualificati" ai sensi dell'allora vigente art. 24, reg. Consob n. 18592 del 26 giugno 2013 (v. cap. II, par. 6).

[513] La tassonomia delle tipologie di investitori professionali che operano sui portali è ripresa da S. CORSO, *Le s.r.l. "aperte" al mercato*, cit., 109 ss.

[514] D.M. IBRAHIM, *Crowdfunding signals*, in *Georgia Law Review*, 2018, vol. 53, 1, 197 (reperibile in *www.ssrn.com*), ove l'Autore, tra l'altro, confuta l'opinione di chi, nei primi anni di esistenza del *crowdfunding* negli Stati Uniti, riteneva che l'accesso a questo strumento da parte di un'impresa, essendo sintomo di una precarietà finanziaria tale da non consentire di ottenere prestiti né investimenti da parte di istituti di credito o investitori professionali, avrebbe definitivamente allontano tali soggetti dall'impresa stessa, decretandone il declino.

[515] Nei portali di *crowdfunding* italiani, nel 2022, su 744 raccolte chiuse con successo, si sono realizzate 58.743 sottoscrizioni di partecipazioni, delle quali 54.711 da parte di investitori persone fisiche (che hanno investito in media 6.077 euro) e 4.032 da parte di persone giuridiche (che hanno investito in media 80.769 euro): v. POLITECNICO DI MILANO, *8° Report italiano sul crowdinvesting*, luglio 2023, reperibile in *www.osservatoriocrowdinesting.it*.

[516] Nel testo si usa l'espressione *business angel* secondo il suo significato di uso corrente nella letteratura economica e giuridica americana, nonché nel linguaggio giornalistico [D.M. IBRAHIM, *The*

rientrando formalmente tra quelli *retail*, sono particolarmente esperti in un determinato settore imprenditoriale e, impegnando talvolta somme non irrilevanti, sono comprensibilmente interessati a monitorare l'andamento della società, alla stregua di un *business angel*. Il confine tra le due categorie è, invero, molto labile[517]. Si tratta comunque di minoranze abbastanza "sofisticate" che, oltre al capitale, apportano anche conoscenze in un settore produttivo e competenze manageriali[518]; inoltre, si tratta di soggetti che, grazie agli strumenti offerti da *internet* (come *forum* e *social network*) possono mostrare il proprio operato agli altri soci meno esperti e, almeno parzialmente, coordinarli nell'esercizio dei diritti. Si deve considerare, infatti, che la tendenza a un comportamento più "attivo" dipende anche da fattori "strutturali" dell'investimento in s.r.l. tramite *crowdfunding*, cioè i minori costi di coordinamento garantiti dall'uso di *internet*[519], nonché la mancanza di un efficiente mercato secondario. Quest'ultima

---

(Not So) Puzzling Behavior of Angel Investors, in *Vanderbilt Law Review*, 2008, Vol. 61, 1406 s. e 1418 s. (reperibile in *www.ssrn.com*); P. AGSTNER, A. CAPIZZI, P. GIUDICI, *Business Angels*, cit., 382 s.]: si tratta di persone fisiche (che agiscono singolarmente o in gruppo mediante una struttura variamente organizzata) particolarmente facoltose (di solito imprenditori di successo) che investono somme personali (non di altri, come i *venture capitalist*), per un ammontare compreso tra dollari 100.000 e 2.000.000, in attività economiche che si trovano in fase di *early stage*. Quindi, intervengono dopo che il fondatore ha esaurito le risorse personali e quelle di "*family*" e "*friends*", ma prima rispetto all'intervento dei *venture capitalist*, che normalmente investono somme comprese tra dollari 2.000.000 e 10.000.000 nella fase di *expansion* o *scale-up*. La fase di *early stage* è, solitamente, la stessa in cui vengono svolte anche le campagne di *crowdfunding*, alle quali infatti talvolta aderiscono gli stessi *business angel*. Sulla definizione di *business angel* contenuta nell'ordinamento italiano, v. nota che segue.

[517] «The question whether crowdinvestors and business angels substitute or complement each other cannot be answered unambiguously, as there is a vague boundary between the two types of investors» (L. HORNUF, A. SCHWIENBACHER, *Crowdinvesting: angel investing for the masses?*, in *Handbook of Research on Business Angels*, Cheltenham, 2016, 381, reperibile in *www.ssrn.com*, dal quale si cita, 14 ss.; cfr. S. CORSO, *Le s.r.l. "aperte" al mercato*, cit., 123). Nell'ordinamento italiano i *business angel* sono definiti come «gli investitori a supporto dell'innovazione che hanno investito in maniera diretta o indiretta una somma pari ad almeno euro 40.000 nell'ultimo triennio» [art. 1, comma 1, lett. m-*undecies*.1), Tuf (lettera introdotta dalla l. 145/2018)]: si tratta di una definizione che, indicando una somma di ammontare nettamente più esiguo rispetto alle cifre (da $100.000 a $1.000.000) a cui normalmente si fa riferimento quando si usa il termine *business angel* nel linguaggio accademico (soprattutto statunitense) e giornalistico, determina una ancor maggiore commistione tra i ruoli del *business angel* e del *crowdinvestor*. In altri termini, molti soggetti che, ad esempio, negli Stati uniti non sarebbero considerati *business angel*, in Italia, in base a questa disposizione, dovrebbero esserlo.

[518] Sono tendenzialmente quegli stessi soggetti che offrono all'impresa vari tipi di apporti sotto forma di *crowdsourcing* (v. *supra*, par. 2), e quindi, comprensibilmente, sono maggiormente propensi a monitorare l'andamento dell'attività.

[519] M. CAMPOBASSO, *La tutela delle minoranze tra società aperte e società chiuse*, cit., 153: «la trasformazione in senso orizzontale dei corpi sociali è un fenomeno generale, irreversibile ed inarrestabile, perché è conseguenza dello sviluppo delle tecnologie di comunicazione, informatiche ed anche della diffusione dei *social networks*»; il che potrebbe generare «nelle società quotate un nuovo attivismo non solo dei soci investitori di minoranza, non solo degli investitori istituzionali, ma anche

circostanza, privando gli investitori della tutela di *extrema ratio* (l'*exit*), può indurli ad attribuire un maggiore valore alle tutele e alle prerogative disponibili per il socio sul piano dei rapporti endosocietari[520]. D'altra parte, il venir meno della «equazione investitore minimo = minoranza apatica e disorganizzata» può far sorgere il timore di una "iperattività" dei *crowdinvestor* tale da ostacolare il regolare svolgimento delle attività sociali e da indurre ad offrire sui portali quote in vario modo depotenziate[521].

Dunque, per un verso, l'attivismo dei *crowdinvestor* può essere un fattore che giustifica il tentativo di interpretare la disciplina della s.r.l. (anche estendendole regole della s.p.a.) in maniera tale da ridurre l'ingerenza di questi soggetti nella gestione, al fine di arginare eventuali abusi nell'esercizio delle prerogative sociali; per altro verso, la stessa propensione all'attivismo può essere motivo per ritenere che le penetranti prerogative che la legge attribuisce al socio di s.r.l. costituiscano un elemento capace di attirare più investitori, o almeno più investitori di una certa tipologia (quella dei *crowdinvestor* che, a fronte della possibilità di monitorare l'impresa, apportano somme maggiori oppure risorse di altra natura in via di *crowdsourcing*). In altri termini, quelle prerogative potenzialmente "pericolose" per la funzionalità della società potrebbero costituire proprio il "punto di forza" di un'offerta di *crowdfunding*.

4. Gli strumenti per la diversificazione della posizione dei soci.

Di fronte all'eterogeneità dei soci che è possibile riscontrare nella compagine di una s.r.l. *crowdfunded*, la conseguente esigenza di diversificarne la posizione all'interno della società può trovare un utile strumento nel tradizionale istituto dei "diritti particolari" (art. 2468, comma 3, c.c.), disciplinato dalla riforma del 2003 al fine di esaltare il peso che la persona del socio può rivestire nella vita dell'organismo. Parimenti funzionale alla medesima esigenza di diversificazione è anche lo strumento delle "categorie di quote fornite di diritti diversi" (art. 26, comma 2, d.l. 179/2012),

---

degli azionisti minimi e dispersi. D'altra parte, abbiamo visto che tramite *internet* e *social networks* ormai si possono organizzare dal basso e con pochissimi mezzi le rivoluzioni».

[520] Non a caso, per un verso, l'*exit strategy* è uno dei principali fattori determinanti dell'apatia degli investitori minimi nelle società aperte; per altro verso, l'assenza di questa possibilità di tutela nelle società chiuse è uno dei motivi per cui ai soci di queste diverse realtà viene attribuita una ricca panoplia di strumenti e prerogative esercitabili spesso anche individualmente, a prescindere dall'entità della quota di capitale sottoscritta: cfr. S. CORSO, *Le s.r.l. "aperte" al mercato*, cit., 124 s.

[521] S. CORSO, *Le s.r.l. "aperte" al mercato*, cit., 124, donde è tratta la frase citata.

utilizzabile dalle s.r.l. che esercitino PMI[522], introdotto nell'ambito di quegli interventi legislativi che, nell'ultimo decennio, hanno mirato a "finanziarizzare" la s.r.l.[523]

L'individuazione della disciplina applicabile alla s.r.l. che viene definita "aperta", pertanto, non può prescindere dalla considerazione di questi strumenti[524], il ricorso ai quali si rivela essenziale per strutturare la *voice* delle diverse tipologie di soci in maniera tale da bilanciare gli interessi degli investitori con quelli della società.

Se, da un punto di vista generale, entrambi gli strumenti servono per diversificare la posizione dei vari soci, rompendo l'equilibrio del principio di proporzionalità[525], netta è però la differenza tra i due istituti, che sembrano invero ispirarsi a due opposte "anime" della s.r.l. I diritti "particolari" sono attribuiti *soggettivamente* alla persona del socio e non ne è quindi concepibile la circolazione, né separatamente dalla quota, né insieme ad essa (salvo diversa clausola statutaria[526]), rivelandosi così uno strumento che esalta la caratteristica della rilevanza centrale del socio[527]. Invece, i diritti "diversi" sono incardinati *oggettivamente* nelle quote di categoria e circolano insieme ad esse[528],

[522] Sulla sfasatura tra il bacino di imprese che gode della possibilità di creare categorie di quote (le PMI) e quello delle imprese che possono compiere offerte di *crowdfunding* (tutte le società di capitali, di qualsiasi dimensione), v. cap. II, par. 7.2. Nel testo, per semplicità espositiva, si parla di s.r.l. che offre le proprie quote sui portali e di s.r.l. che crea categorie di quote, senza specificare ogni volta, a meno che non sia necessario per esigenze argomentative, che la seconda è necessariamente una PMI.

[523] È la stessa Relazione illustrativa al d.l. 179/2012 ad affermare che l'introduzione dei nuovi strumenti «risponde alla *ratio* di consentire una diversificazione delle opzioni di investimento per gli investitori interessati ad entrare nel capitale della impresa *start-up* innovativa, favorendone la crescita».

[524] Gli istituti dei diritti "particolari" dei soci e delle categorie di quote fornite di diritti "diversi" pongono numerose questioni che sono state analizzate da un'amplissima produzione scientifica e che non è possibile trattare compiutamente in questa sede. Di seguito nel testo vengono esaminati solo alcuni profili che rilevano ai fini della presente trattazione.

[525] E. PEDERZINI, *Amministrazione e amministratori delle nuove società a responsabilità limitata. La governance: profili generali*, in E. PEDERZINI, R. GUIDOTTI (a cura di), *La governance delle società a responsabilità limitata*, 2° ed., Milano, 2022, 17; S. FORTUNATO, *La società a responsabilità limitata*, cit., 109; G. SANTONI, *Le quote di partecipazione*, in G. SANTONI, F. BRIOLINI, G.M. BUTA, F. ACCETTELLA, *Le società a responsabilità limitata*, Torino, 2022, 99.

[526] S. FORTUNATO, *La società a responsabilità limitata*, cit., 116; E. PEDERZINI, *Amministrazione e amministratori*, cit., 21.

[527] E. PEDERZINI, *Amministrazione e amministratori*, cit., 17; S. FORTUNATO, *La società a responsabilità limitata*, cit., 109; C. PASQUARIELLO, *I diritti particolari riguardanti l'amministrazione della società e le categorie di quote*, in E. PEDERZINI, R. GUIDOTTI (a cura di), cit., 131 s.; S. ADDAMO, *Passaggio generazionale nell'amministrazione delle s.r.l. a base familiare*, in *Contratto e impresa*, 2021, 3, 850 s.

[528] G. ZANARONE, *La s.r.l. A vent'anni dalla riforma del diritto societario*, Milano, 2023, 541.

rivelandosi uno strumento ispirato dalla finalità di "finanziarizzare"[529] la s.r.l., in quanto particolarmente congeniale all'esigenza di attirare investitori nel capitale di rischio[530], soprattutto, ma non solo, mediante l'offerta delle quote in quel particolare mercato costituito dai portali di *crowdfunding*[531].

L'attribuzione di diritti particolari ad alcuni soci e la creazione di categorie di quote non si escludono a vicenda, ben potendo una s.r.l., se qualificabile come PMI, ricorrere ad entrambi gli strumenti[532]. Invece, il fatto che il legislatore abbia espressamente consentito alle PMI la creazione di categorie di quote, in deroga a quanto previsto dall'art. 2468 c.c., sembra confermare la tesi maggioritaria secondo la quale tale facoltà è preclusa dalla disciplina codicistica del tipo applicabile alla s.r.l. "grande" (*ubi lex voluit dixit, ubi noluit tacuit*)[533].

---

[529] Cfr. C. PASQUARIELLO, *I diritti particolari riguardanti l'amministrazione*, cit., 132, che parla della «confluenza – se non confliggenza – tra la socialità e la finanziarietà della partecipazione» nella nuova s.r.l.

[530] Cfr., fra gli altri, P. GROSSO, *Le categorie di quote nelle società a responsabilità limitata alla luce dell'esperienza delle categorie di azioni*, in M. IRRERA (a cura di), *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della Crisi. Studi in onore di Oreste Cagnasso*, Torino, 2020, 195.

[531] Non si può trascurare che le categorie di quote non sono funzionali solo per esigere "finanziarie", potendo anche essere utili nelle società familiari, in quanto consentono il passaggio generazionale delle prerogative attribuite alla quota del socio di comando, mentre, per i diritti particolari, un simile risultato sarebbe conseguibile solo introducendo una clausola di trasferimento *mortis causa* (C. LIMATOLA, *Passaggi generazionali e posizioni di governo nella s.r.l.*, Milano, 2018, 247). Tuttavia, proprio alla luce del fatto che la previsione dei diritti particolari possa essere accompagnata da quella della loro trasferibilità *mortis causa* insieme alla quota, questo strumento si rivela spesso più utile per un capofamiglia rispetto a quello delle categorie di quote, in quanto gli consente di trasmettere le proprie prerogative speciali esclusivamente all'erede designato, evitando il frazionamento e la dispersione del potere di governo (S. ADDAMO, *Passaggio generazionale*, cit., 851 ss. e 860 s.). Sull'utilità delle categorie di quote per le s.r.l. chiuse a conduzione familiare, v. anche 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, 2-3, 240 ss.

[532] N. ABRIANI, *La struttura finanziaria della società a responsabilità limitata*, in *Rivista di diritto societario*, 2019, 3, 514; F. BRIZZI, *S.r.l. PMI e offerta al pubblico*, cit., 250 ss.

[533] O. CAGNASSO, *La s.r.l. piccola e media impresa (P.M.I.)*, in C. IBBA, G. MARASÀ (a cura di), *Le società a responsabilità limitata*, vol. I, Milano, 2020, 108; M. CIAN, *S.r.l. PMI, s.r.l., s.p.a.*, cit., 845; G. ZANARONE, *La s.r.l. A vent'anni dalla riforma*, cit., 728; E. PEDERZINI, *Amministrazione e amministratori*, cit., 19 s. *Contra*, CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, Massima n. 138, 13 maggio 2014. Sulla possibilità di creare categorie di quote alla luce della disciplina codicistica della s.r.l. risultante dalla riforma del 2003, v., in senso affermativo, M. NOTARI, *Diritti "particolari" dei soci e categorie "speciali" di partecipazioni*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2003, 2, 325; A. BLANDINI, *Categorie di quote, categorie di soci*, Milano, 2009, 203 ss.; mentre, in senso negativo, P. SPADA, *Classi e tipi di società dopo la riforma organica (guardando alla "nuova" società a responsabilità limitata)*, in *Rivista di diritto civile*, 2003, 5, 502; M. CIAN, *S.r.l. PMI, s.r.l., s.p.a.*, cit., 823 ss.; M.C. DI MARTINO, *Tipico e transtipico nelle categorie speciali di quote delle s.r.l. p.m.i.*, in *Nuove leggi civili commentate*, 2019, 6, 1500 ss.; P. BENAZZO, *Categorie di quote, diritti di voto e governance della "nuovissima" s.r.l.: quale*

4.1. I diritti "particolari" dei soci.

L'attribuzione di diritti particolari è una facoltà che può rispondere alle esigenze del socio-imprenditore promotore della campagna di *crowdfunding*, il quale potrebbe desiderare di attribuirsi alcune rilevanti prerogative al fine di rivestire un peso maggiore rispetto ai futuri soci *crowdinvestor*. E, posto che l'introduzione di diritti particolari nello statuto *durante societate* richiede, salvo diversa disposizione statutaria, l'unanimità[534], parrebbe ovviamente scelta opportuna quella del socio-imprenditore che si riservi tali prerogative preventivamente rispetto all'offerta sui portali, in seguito alla quale diverrebbe più complicato raggiungere il consenso unanime della compagine[535].

L'attribuzione di diritti particolari è altresì adatta alle esigenze degli investitori professionali, tra cui i fondi di *venture capital*, le cui modalità operative necessitano di poter in vario modo influire sulla gestione[536]. In tal caso, è possibile attribuire a questa tipologia di soci diritti particolari riguardanti l'amministrazione[537] e, ritenendo che

---

ruolo e quale spazio per la disciplina azionaria nella s.r.l.-PMI aperta?, in *Rivista delle società*, 2018, 5-6, 1458. Il dibattito sulla configurabilità di categorie di quote era presente anche prima della riforma del 2003: v. A. MIGNOLI, *Le assemblee speciali*, Milano, 1960, 348 ss.

[534] S. FORTUNATO, *La società a responsabilità limitata*, cit., 110 s.; A. ABU AWWAD, *Quote di partecipazione, categorie di quote e diritti particolari*, in V. DONATIVI (diretto da), *Trattato delle società*, Tomo III, Torino, 2022, 260 ss.

[535] Inoltre, se il socio imprenditore volesse riservarsi la possibilità di modificare, dopo la conclusione della raccolta di *crowdfunding*, i diritti particolari già attribuiti, potrebbe essere conveniente introdurre una clausola statutaria che consenta la modifica dei diritti particolari a maggioranza, cosicché non sarebbe necessario ottenere l'unanimità dei consensi, difficilmente raggiungibile in seguito all'operazione di *crowdfunding*; con l'accortezza – sembra banale rilevarlo – che tale maggioranza sia calcolata sul capitale, che si presuppone essere prevalentemente in mano al socio imprenditore o a soci investitori "attivi" (posto che le offerte di *crowdfunding* di solito riguardano una percentuale minima del capitale), invece che calcolata per teste (che renderebbe estremamente difficoltosa la deliberazione in presenza di numerosi soci *retail*): sulla possibilità che la maggioranza disposta dallo statuto sia calcolata in base alla partecipazione al capitale o per teste, v. C. PASQUARIELLO, *I diritti particolari riguardanti l'amministrazione*, cit., 145.

[536] M. MAUGERI, *Quali diritti particolari per il socio di società a responsabilità limitata?*, in *Rivista delle società*, 2004, 6, 1484 *sub* nota 4, e, più di recente, V. DONATIVI, *I diritti particolari dei soci*, in C. IBBA, G. MARASÀ (a cura di), *Le società a responsabilità limitata*, vol. I, Milano, 2020, 793; S. CORSO, *Le s.r.l. "aperte" al mercato*, cit., 184.

[537] Tra cui: la possibilità di assegnare a un socio il diritto di autorizzare determinate operazioni o di opporsi ad esse; l'attribuzione ad un socio della carica di amministratore anche a tempo indeterminato (P. BUTTURINI, *I diritti particolari dei soci: profili generali*, in E. PEDERZINI, R. GUIDOTTI (a cura di), cit., 83; *contra* N. SALANITRO, *Profili sistematici della società a responsabilità limitata*, Milano, 2005, 114, secondo il quale per l'attribuzione della carica di amministratore è necessario seguire la procedura prevista per la nomina); l'attribuzione di specifici poteri gestori, anche senza assumere la carica di amministratore; il potere di nominare direttamente uno o più o tutti gli amministratori; il potere di chiedere la devoluzione alla decisione dei soci della trattazione di determinati argomenti gestionali, salvo

l'autonomia statutaria non sia vincolata alla lettera dell'art. 2468, comma 3, c.c. (che menziona espressamente solo i diritti riguardanti l'amministrazione o la distribuzione degli utili)[538], anche diritti "atipici"[539], tra cui: diritti di *voice* rafforzati[540], diritti di prelazione o particolari ipotesi di diritto di recesso. Inoltre, l'assegnazione di prerogative molto penetranti ai fondi di *venture capital* mediante lo strumento dei diritti "particolari" consente anche di evitare che, quando il *venture capitalist* esca[541] dalla società (come è fisiologico in ogni operazione di tal genere[542]), quelle prerogative si trasmettano ad altri soggetti che non le abbiano previamente negoziate con la società[543].

---

quelli di esclusiva competenza gestoria (S. FORTUNATO, *La società a responsabilità limitata*, cit., 113 ss.). Per la descrizione di ulteriori ipotesi di diritti particolari riguardanti l'amministrazione, v. C. PASQUARIELLO, *I diritti particolari riguardanti l'amministrazione*, cit., 131 ss.

[538] In tal senso, tra gli altri, S. FORTUNATO, *La società a responsabilità limitata*, cit., 115; P. BUTTURINI, *I diritti particolari dei soci*, cit., 97 ss.; V. DONATIVI, *I diritti particolari dei soci*, cit., 808; M. MAUGERI, *Quali diritti particolari*, cit., 1495 ss.; M. NOTARI, *Diritti "particolari" dei soci*, cit., 331 s., secondo il quale ritenere che non possano essere attribuiti ai soci diritti diversi da quelli a cui fa riferimento l'art. 2468, comma 3, c.c., «renderebbe infatti la s.r.l. un modello societario connotato da una rigidità tale da non trovare paragone né nella s.p.a. né tanto meno nelle società di persone. Occorre invece ricordare che il criterio impartito dalla legge delega volgeva nella direzione esattamente opposta».

[539] Così sono definiti quei diritti particolari che non rientrano nelle due ipotesi contemplate dall'art. 2468, comma 3, c.c. da parte di S. FORTUNATO, *La società a responsabilità limitata*, cit., 115, ove anche un'ulteriore esemplificazione di tali diritti.

[540] Come un diritto di voto più che proporzionale (M. CIAN, *S.r.l. PMI, s.r.l., s.p.a.*, cit., 822) o un diritto di controllo individuale *ex* art. 2476, comma 2, c.c. più ampio di quello riconosciuto dalla legge: il potenziamento potrebbe consistere in una regolamentazione più permissiva circa le modalità per accedere alle informazioni richieste oppure nel diritto di ricevere un determinato *set* di informazioni da parte dell'amministrazione a scadenze prefissate (V. DONATIVI, *Strumenti di corporate governance nel rapporto tra fondi di private equity e PMI*, in *Banca borsa titoli di credito*, 2008, 2, I, 213 ss.; C. PASQUARIELLO, *I diritti particolari riguardanti l'amministrazione*, cit., 137). Cfr. N. CIOCCA, A. GUACCERO, *La raccolta di capitale di rischio delle P.M.I. attraverso i canali tradizionali*, in O. CAGNASSO, A. MAMBRIANI (diretto da), cit., 850 s., che sembrano consentire anche l'attribuzione di un diritto di voto meno che proporzionale.

[541] Mediante una *IPO* (*going public*) oppure con la tecnica del *trade sale* (cfr. C. ANGELICI, *Fra "mercato" e "società": a proposito di venture capital e drag-along*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2011, 1, 24).

[542] Sulle modalità operative dei fondi di *venture capital*, v. la descrizione di C. ANGELICI, *Fra "mercato" e "società"*, cit., 23: «Il *venture capitalist* per un verso opera ponendosi come finalità precipua quella del conseguimento di un guadagno di capitale, il c.d. *return on equity*, ed interviene in contesti nei quali, almeno nella fase iniziale, trattandosi per lo più dello *start up* d'imprese caratterizzate da un alto tasso d'innovatività ovvero di operazioni di risanamento, anche in via di prognosi è esclusa l'eventualità della realizzazione e distribuzione di utili; per un altro verso ha esigenze strutturali e di mercato di nuovamente disporre, dopo un arco temporale non eccessivamente ampio, del capitale investito». Cfr., descrivendo le caratteristiche delle operazioni di *private equity* (di cui il *venture capital* rappresenta una specie), V. DONATIVI, *Strumenti di corporate governance*, cit., 206 ss.

[543] Salvo che lo statuto non preveda la trasferibilità del diritto particolare insieme alla quota, ma in questo caso dovendosi riconoscere, secondo alcuni (M. CIAN, *S.r.l. PMI, s.r.l., s.p.a.*, cit., 823), il diritto di recesso in capo a tutti gli altri soci, in quanto la mutazione soggettiva del titolare del diritto integrerebbe l'ipotesi di cui all'art. 2473, comma 1, c.c.

Data la descritta logica *lato sensu* "fiduciaria" del *crowdfunding*, non si può escludere che i *crowdinvestor* confidino particolarmente nel fatto che il socio-imprenditore (sulla cui idea hanno "scommesso"), o eventualmente un socio investitore professionale (dal cui valore "segnaletico" si sono lasciati guidare), mantengano a lungo una quota che gli attribuisca diritti particolari sul governo della società[544]. Questa logica di "affidamento" potrebbe porre almeno due problemi.

Il primo problema consiste nel fatto che, nel caso in cui lo statuto consenta di modificare tali diritti a maggioranza, conseguendone il diritto di recesso senz'altro per il socio che ha subìto l'ablazione della prerogativa speciale, anche gli altri soci dissenzienti potrebbero voler recedere dalla società[545]. La ragione di una simile reazione è rinvenibile nel fatto che la modifica del diritto particolare attribuito al socio "rilevante"[546] (e ancora di più il suo recesso) potrebbe incidere sulla sfera di interesse dei soci-investitori[547], poiché l'esercizio dei diritti particolari – in particolare di quelli relativi all'amministrazione – risponde all'interesse di tutti i soci[548]. Alcuni di essi,

[544] Al di là della logica sottesa al *crowdfunding*, sembra suggerire questa conclusione lo stesso art. 2468, comma 3, c.c., laddove per la modificazione dei diritti particolari richiede l'unanimità, il che «sembra […] giustificarsi con la valenza organizzativa che il diritto particolare assume nel modulo della società a responsabilità limitata e, quindi, con il valore giuridico che il carattere personale sotteso all'attribuzione di tali diritti assume in tale tipo societario, quale espressione di quell'*intuitus personae* che può connotare taluni rapporti tra i soci. Se così è, il ruolo della regola che consente la modifica dei diritti particolari deve essere colto non sul piano della tutela del singolo, ma della realizzazione del programma societario» (A.M. LEOZAPPA, *Il "socio risparmiatore" nella società a responsabilità limitata: diritti particolari e decisioni ex art. 2479 c.c.*, in *Rivista del diritto commerciale*, 2006, 1-2-3, I, 295).

[545] Secondo la tesi maggioritaria il recesso è consentito a tutti i soci, non solo a quello che ha subìto la rilevante modificazione del diritto a sé attribuito: cfr. V. DONATIVI, *I diritti particolari dei soci*, cit., 940 ss.; A.M. LEOZAPPA, *Il "socio risparmiatore" nella società a responsabilità limitata*, cit., 296; N. SALANITRO, *Profili sistematici*, cit., 113 *sub* nota 5. Sul rischio che la modifica dei diritti particolari di un socio comporti, oltre al diritto di recesso di tale socio, anche, a catena, l'*exit* degli altri soci che erano interessati a che quel diritto particolare fosse esercitato da un soggetto specifico, v. C. PASQUARIELLO, *I diritti particolari riguardanti l'amministrazione*, cit., 144.

[546] Si usa questo termine per riferirsi ai soci sulla cui posizione di potere i *crowdinvestor* hanno fatto affidamento, e quindi che sono stati "rilevanti" nella loro scelta di investire in una determinata società.

[547] Cioè, nel caso considerato, i soci *crowdinvestor* al dettaglio.

[548] D'altro canto, la situazione descritta è la dimostrazione del fatto che i "diritti particolari" non rappresentano "diritti individuali" del socio a cui sono attribuiti (che sarebbero immodificabili dalla società), bensì rappresentano una "posizione corporativa", collegata alla struttura organizzativa della società e la cui modifica può incidere sul funzionamento della società nel suo complesso (S. FORTUNATO, *La società a responsabilità limitata*, cit., 110). Pertanto, la ragione per cui la modifica di un diritto particolare richiede l'unanimità consiste nel fatto che «l'intera collettività risulta interessata all'esistenza e alle modalità di esercizio del diritto, apprezzato come necessario per il conseguimento dello scopo sociale» (così, M. MAUGERI, *Quali diritti particolari*, cit., 1490; nello stesso senso, A.M. LEOZAPPA, *Il "socio risparmiatore" nella società a responsabilità limitata*, cit., 294 ss.).

infatti, potrebbero aver scelto di effettuare l'investimento proprio in ragione della presenza di un determinato socio o dell'attribuzione ad esso di un determinato diritto particolare sulla gestione[549]. L'ipotesi appena delineata, invero, può considerarsi infrequente, in quanto la maggioranza del capitale è, tendenzialmente, almeno nei primi anni successivi alla campagna di *crowdfunding*, detenuta dagli stessi soci "rilevanti", sicché sarebbe presumibilmente necessario il loro consenso per modificare i diritti particolari ad essi attribuiti.

Più complesso è invece il secondo problema. Questo consiste nell'ipotesi in cui il socio "rilevante" detentore di diritti particolari in materia gestoria rinunci a questi diritti (se lo statuto glielo consente[550]) ovvero esca dalla società mediante cessione della quota o sfruttando eventuali ipotesi di recesso. Anche in tal caso, i soci investitori *retail*, dinanzi al mutamento dell'assetto partecipativo e degli equilibri di potere[551], potrebbero avere interesse ad abbandonare la società, mediante alienazione della quota o, se possibile, recesso[552].

---

[549] A.M. LEOZAPPA, *Il "socio risparmiatore" nella società a responsabilità limitata*, cit., 294, secondo il quale «il pregiudizio del diritto particolare incide, per sua natura, sulla connotazione personalistica della società e, quindi, come tale investe direttamente le aspettative di tutti i soci, poiché la identità dei soci può essere una ragione per la scelta di investimento»; inoltre (nota 43), «l'attribuzione ad un certo socio del diritto particolare, ad esempio, ad amministrare la società potrebbe essere tra le ragioni della scelta di investimento di chi aderisce alla società».

[550] Si ritiene che la rinuncia al diritto particolare relativo all'amministrazione debba essere consentita dallo statuto, posto che, in ragione dell'inerenza di tale diritto all'organizzazione corporativa, nell'interesse della quale esso deve essere esercitato, la regola di *default* per la modifica o la soppressione è l'unanimità (C. PASQUARIELLO, *I diritti particolari riguardanti l'amministrazione*, cit., 145). È ovvio che i problemi conseguenti alla rinuncia si pongono prevalentemente nel caso di un diritto particolare riguardante l'amministrazione, dato che la rinuncia di un diritto particolare attinente alla sfera patrimoniale (invero abbastanza improbabile) non avrebbe altro effetto che l'incremento degli utili percepiti dagli altri soci (che difficilmente potrebbero risultarne delusi o ritenersene danneggiati): cfr. V. DONATIVI, *I diritti particolari dei soci*, cit., 975.

[551] Si potrebbe anche (e sempre nel caso in cui si tratti di diritti particolari inerenti all'amministrazione) configurare un'ipotesi di responsabilità (e di esclusione per giusta causa) del socio rinunciatario per i danni cagionati alla società, soprattutto in quei casi in cui l'esercizio del diritto particolare assume i caratteri della "doverosità" per il corretto andamento dell'organismo (si pensi al diritto di nominare uno o più amministratori). Cfr. V. DONATIVI, *I diritti particolari dei soci*, cit., 978 s.; C. PASQUARIELLO, *I diritti particolari riguardanti l'amministrazione*, cit., 146.

[552] Secondo un'ipotesi ricostruttiva, la rinuncia al diritto particolare da parte del suo titolare, quando quel diritto gli era stato attribuito nell'interesse di tutta la compagine, consentirebbe agli altri soci di recedere dalla società per modificazione rilevante dei diritti dei soci *ex* art. 2473, comma 1, c.c.: v. A. ABU AWWAD, *Quote di partecipazione*, cit., 263; P. REVIGLIONO, *Art. 2468*, in G. COTTINO, G. BONFANTE, O. CAGNASSO, P. MONTALENTI (diretto da) *Il nuovo diritto societario*, Commentario, Tomo II, Bologna, 2004, 1812 ss.

Entrambi i problemi segnalati rappresentano manifestazioni dell'importanza che riveste il collegamento qualificato tra investimento e titolare del progetto imprenditoriale nella s.r.l. *crowdfunded*. Invero, si noti che l'importanza dei soci che ricoprono posizioni "chiave" è riscontrabile anche nella s.r.l. tradizionale "chiusa": in essa infatti può acquisire rilevanza l'*intuitus personae*[553] nei casi in cui l'attribuzione di particolari prerogative a determinati soci è stata essenziale per la scelta di investimento dei soci-risparmiatori, soprattutto considerando che questi andranno a costituire la minoranza in una società dalla quale è poco agevole uscire, per via dell'assenza di un mercato delle partecipazioni[554]. D'altro canto, assicurare una certa stabilità alle reciproche posizioni dei soci[555] è particolarmente importante proprio nelle società prive di mercato secondario, poiché qualora i *crowdinvestor*, delusi dall'avvenuto "cambio di controllo" o dalla rinuncia a particolari prerogative da parte del socio "rilevante", esercitassero l'*exit* mediante recesso, ciò, determinando la sottrazione di risorse all'impresa[556], potrebbe comprometterne la sopravvivenza, a maggior ragione se si tratta di *start-up*.

Qualora ve ne fosse bisogno, la concretezza dei problemi di cui si discorre è confermata dal fatto che anche il legislatore italiano li aveva presi in considerazione nella previgente disciplina del *crowdfunding*, consentendo[557] l'*exit* dei soci

[553] Il punto è illustrato con chiarezza da A.M. LEOZAPPA, *Il "socio risparmiatore" nella società a responsabilità limitata*, cit., 294 s. (e v. anche l'estratto dell'Autore riportato *supra* in nota).

[554] Da questo punto di vista, anche se spesso si sottolinea come la s.r.l. codicistica non sia adatta alla "apertura", sembra invece che questa società sia proprio la più adatta per quel particolare tipo di investimento finanziario che è il *crowdfunding*, perché consente di attribuire una posizione di rilievo *ad personam* al soggetto del quale si desidera incentivare la stabile presenza nella compagine, con la funzione di suscitare "affidamento" nei potenziali investitori: v. anche la nota che segue.

[555] Come osserva E. PEDERZINI, *Amministrazione e amministratori*, cit., 21, dall'intera disciplina della s.r.l. traspare un «principio di tendenziale protezione del mantenimento dell'assetto che individua le reciproche posizioni dei soci»: si pensi, oltre alla regola sulla intrasferibilità del diritto particolare insieme alla cessione della quota, anche alla previsione del diritto di recesso per i soci che non acconsentono all'esclusione del diritto di opzione (art. 2481-*bis*, comma 1, c.c.) e alle previsioni in base alle quali l'aumento gratuito e la riduzione per perdite del capitale non incidono sul contenuto della partecipazione dei soci (artt. 2481-*ter* e 2482-*quater* c.c.), che, se così non fosse, ne risulterebbe modificata senza il consenso del titolare.

[556] Cfr. C. ANGELICI, *La riforma delle società*, cit., 87, che mette in luce la maggiore efficienza, per la stabilità dell'impresa, della possibilità di esercitare l'*exit* mediante cessione, invece che mediante recesso.

[557] Art. 24, comma 1, lett. *a)*, reg. Consob 18592/2013, attuativo dell'art. 100-*ter*, comma 2, Tuf, nella sua formulazione precedente rispetto all'entrata in vigore del d.lgs. 30/2023.

crowdinvestor in caso di "cambio di controllo"[558] (ma anche imponendo che il 5% di ogni offerta sui portali fosse sottoscritto da investitori qualificati, il che dimostrava l'importanza "segnaletica" degli investitori professionali[559]). Non sarebbe priva di senso, allora, la previsione statutaria di clausole di covendita (*tag along*) per le categorie di quote offerte tramite *crowdfunding*, tali da assicurare ai *crowdinvestor* la possibilità di uscire dalla società insieme al socio la cui presenza nella compagine era stata "rilevante" per la scelta di compiere l'investimento[560].

Lo strumento dei diritti particolari è, invece, poco adatto alle esigenze della posizione partecipativa degli investitori *retail*. Infatti, gli investitori professionali sottoscrivono quote dotate di diritti particolari tendenzialmente (e, prima dell'introduzione delle offerte di *crowdfunding*, esclusivamente) mediante operazioni di *private placement*. Pur non vietando la legge che le quote dotate di diritti particolari siano offerte sui portali *online*[561], è questa un'ipotesi inverosimile, sia perché un'operazione di *crowdfunding* non contempla momenti di contrattazione, sia perché gli investitori *retail*, a causa delle asimmetrie informative e dei costi dell'informazione, non avrebbero in ogni caso la forza contrattuale necessaria o l'interesse a sostenere i costi per la negoziazione[562]. Alle esigenze dell'offerta di quote *ad incertam personam*, tramite i portali, risponde invece l'istituto delle categorie di quote.

---

[558] Sulle clausole statutarie che possono regolare la situazione del "cambio di controllo", nonché sull'ipotesi normativa che era prevista dalla previgente disciplina italiana del *crowdfunding*, v. C. DI BITONTO, *Le clausole di "cambio-di-controllo" nel prisma dell'ordinamento italiano: profili contrattuali e societari*, in *Società*, 2020, 4, 409.

[559] Art. 24, commi 2 e 2-*bis*, reg. Consob 18592/2013, attuativi dell'art. 100-*ter*, comma 2, Tuf, nella sua formulazione precedente rispetto all'entrata in vigore del d.lgs. 30/2023.

[560] Come è stato osservato (C. ANGELICI, *Fra "mercato" e "società"*, cit., 27 s.), l'inserimento di una clausola di *tag along* in una società chiusa partecipata da un *venture capitalist* (nel caso in esame, in una s.r.l. finanziata mediante *crowdfunding* partecipata da un socio imprenditore e/o da investitori professionali), varrebbe a introdurre in un altro contesto, in via statutaria, regole che il legislatore ha già previsto per il contesto delle società quotate (con la disciplina dell'OPA), rappresentando un'ipotesi in cui «i privati adattano regole presenti nella legge a contesti diversi da quelli per cui sono state dettate e, per così dire, sopperiscono al deficit informativo del legislatore». Per il rilievo che la regola del previgente art. 24, comma 1, lett. *a)*, reg. Consob 18592/2013, ricordasse i meccanismi dell'OPA, v. cap. II, par. 6. Sull'introduzione delle clausole di covendita nella s.r.l., mediante l'istituto dei particolari diritti o quello delle categorie di quote, v. E. TIMPANO, *Le clausole di covendita*, in *Rivista del notariato*, 2019, 2, 475 ss.

[561] O. CAGNASSO, *La s.r.l. piccola e media impresa (P.M.I.)*, cit., 108.

[562] S. CORSO, *Le s.r.l. "aperte" al mercato*, cit., 185.

4.2. Le categorie di quote dotate di diritti "diversi".

La disciplina derogatoria dettata dall'art. 26 d.l. 179/2012 consente di creare categorie di quote fornite di diritti "diversi". Le quote appartenenti a una medesima categoria possono essere di differente valore l'una dall'altra a seconda della porzione di capitale sociale sottoscritta da un socio[563], ma possono anche essere di eguale valore (standardizzate[564]), in modo tale che oltre ad attribuire i medesimi diritti, rappresentino anche uguali frazioni di capitale[565]. Peraltro, le possibilità riconosciute dal legislatore all'autonomia statutaria sembrano di massima ampiezza, così: possono coesistere quote di categoria e quote ordinarie, entrambe suscettibili di essere offerte sui portali; possono essere standardizzate tutte le quote, eventualmente offrendone sui portali solo una parte, ma possono anche essere standardizzate solo alcune quote, verosimilmente, ma non necessariamente, quelle da offrire sui portali, mentre le restanti quote permangono soggette al regime ordinario[566].

---

[563] Così rispettando lo schema partecipativo tipico della s.r.l., secondo il quale ad ogni socio spetta una quota di capitale sociale di entità pari al suo investimento, in ossequio al principio di unitarietà della quota (M. CIAN, *"Unitarietà" e "disgregabilità" della partecipazione di s.r.l. nelle vicende organizzative*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2021, 3, I, 396).

[564] Lo statuto può specificare il valore nominale della quota oppure può limitarsi ad affermare che il capitale è suddiviso in un numero predeterminato di quote tutte di eguale valore (CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, Massima n. 205, 25 ottobre 2022).

[565] Si tratta di una facoltà non esplicitata dalla disposizione che ha introdotto le categorie di quote (art. 26, comma 2, d.l. cit.) ma riconosciuta dalla dottrina quasi unanime: M. CIAN, *S.r.l. PMI, s.r.l., s.p.a.*, cit., 831, che osserva come la facoltà di standardizzare le quote non sia in realtà specificata dal legislatore, né «intrinsecamente implicata dalla nozione di categorie di quote […], ma la soluzione affermativa sembra (?) evincibile dalla destinabilità della categoria al mercato»; P. BENAZZO, *Start-up e PMI innovative*, in *Digesto delle discipline privatistiche. Sezione commerciale*, Aggiornamento 2017, 485; S. FORTUNATO, *La società a responsabilità limitata*, cit., 117; M. MALTONI, P. SPADA, *L'impresa start up innovativa costituita in società a responsabilità limitata*, in *Rivista del notariato*, 2013, 5, I, 1122; N. ABRIANI, *La struttura finanziaria*, cit., 513; A. ABU AWWAD, *Quote di partecipazione*, cit., 238. *Contra*, M. SCIUTO, *Le quote di partecipazione*, cit., 539 ss. In senso dubitativo, G. ZANARONE, *La s.r.l. A vent'anni*, cit., 510. Peraltro, la possibilità di standardizzare le quote risulta ora confermata dal nuovo comma 2-*bis* dello stesso art. 26 cit., introdotto dalla l. 21/2024, che fa espresso riferimento alle quote di s.r.l. «aventi eguale valore e conferenti uguali diritti». Prima delle recenti riforme che hanno "finanziarizzato" la s.r.l., era già sorto il dibattito circa la possibilità di standardizzare le quote di s.r.l., vedendo la prevalenza della tesi negativa (P. SPADA, *Classi e tipi di società*, cit., 502; M. NOTARI, *Diritti "particolari" dei soci*, cit., 337). Sul dibattito, invece, antecedente alla riforma del 2003, v. G. ZANARONE, *Il «tipo» s.r.l. e l'autonomia delle parti*, in F. GALGANO (diretto da), *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, vol. 8, Padova, 1985, 80 ss.

[566] Cfr., con varietà di argomentazioni, A. ABU AWWAD, *Quote di partecipazione*, cit., 236 ss.; S. FORTUNATO, *La società a responsabilità limitata*, cit., 118; N. CIOCCA, A. GUACCERO, *La raccolta di capitale*, cit., 848 s.; M. MALTONI, P. SPADA, *L'impresa start up innovativa*, cit., 1122; M. CIAN, *S.r.l. PMI, s.r.l., s.p.a.*, cit., 831 s.; C. PASQUARIELLO, *I diritti particolari riguardanti l'amministrazione*, cit., 161 s.; M.C. DI MARTINO, *Tipico e transtipico nelle categorie speciali di quote delle s.r.l. p.m.i.*, in *Nuove leggi civili commentate*, 2019, 6, 1491 ss.; S. CORSO, *Le s.r.l. "aperte" al mercato*, cit., 191. Inoltre, v.

Le possibilità che si schiudono per l'autonomia statutaria sembrano consentire anche la titolarità di più quote, a maggior ragione se sono standardizzate, in capo al medesimo socio. Questi, potrebbe così detenere quote di categorie diverse, o quote di categoria insieme a una quota ordinaria[567-568], senza escludere persino che, in alcuni casi, l'esercizio divergente delle prerogative che le diverse quote attribuiscono possa rispondere a concrete e legittime esigenze del socio "pluri-titolare"[569]. Al contempo, non sembra preclusa la creazione di una categoria monoquota, della cui utilità, però, si può dubitare[570].

CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, Massima n. 171, 27 Novembre 2018. Tuttavia, nel senso che le quote offerte al pubblico debbano essere necessariamente standardizzate, E. CUSA, *Le quote di s.r.l. possono essere valori mobiliari*, in *Rivista delle società*, 2019, 4, 688 ss.

[567] S. FORTUNATO, *La società a responsabilità limitata*, cit., 119; O. CAGNASSO, S. LUONI, *Le decisioni dei soci nelle S.r.l. (II parte)*, in *Giurisprudenza italiana*, 2022, 1, 235; M. CIAN, *"Unitarietà" e "disgregabilità" della partecipazione di s.r.l.*, cit., 403, che evidenzia come la soluzione della irriducibilità delle quote stesse ad unità mostri utilità sul piano organizzativo, perché «si riferiscono circostanze e vicende alla singola quota (il socio può essere moroso per l'una e avere interamente liberato l'altra, con le evidenti implicazioni sulla procedura di esclusione; può costituire in pegno o in usufrutto l'una e non l'altra, senza che si determini alcuna contitolarità dei diritti comuni ad entrambe)»; COMITATO NOTARILE DEL TRIVENETO, Orientamenti I.N.6; I.N.7; I.N.8, settembre 2018. Per una ricostruzione che, invece, tende a dimostrare la necessaria unitarietà della partecipazione di s.r.l., v. M. SCIUTO, *Le quote di partecipazione*, in C. IBBA, G. MARASÀ (a cura di), *Le società a responsabilità limitata*, vol. I, Milano, 2020, 559 ss.

[568] Inoltre, lo stesso socio potrebbe essere titolare, oltre che di quote di categoria, anche di diritti "particolari" (CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, Massima n. 171, 27 Novembre 2018; O. CAGNASSO, S. LUONI, *Le decisioni dei soci nelle S.r.l. (II parte)*, cit., 235).

[569] Ma solo «qualora ricorra un interesse meritevole di tutela e non si contravvenga ai principi di buona fede e correttezza»: ad esempio, «appare meritevole di tutela l'esercizio del voto divergente ove sia finalizzato a riservarsi il diritto di recesso in relazione alle sole categorie di quote che si reputano penalizzate da una determinata decisione» (così, COMITATO NOTARILE DEL TRIVENETO, Orientamento I.N.9, Settembre 2018). Nello stesso senso, S. FORTUNATO, *La società a responsabilità limitata*, cit., 104; M. CIAN, *"Unitarietà" e "disgregabilità" della partecipazione di s.r.l.*, cit., 403; O. CAGNASSO, S. LUONI, *Le decisioni dei soci nelle S.r.l. (II parte)*, cit., 235. Altresì meritevole di tutela è l'interessa ad esercitare il recesso per una sola delle quote che il socio possieda, «prescindendo dalla circostanza che l'atto costitutivo consenta o meno il recesso parziale» (così, COMITATO NOTARILE DEL TRIVENETO, Orientamento I.N.12, Settembre 2018). Il dibattito sull'esercizio del voto divergente nella s.r.l. era invero già vivo prima dei recenti interventi che hanno introdotto la possibilità di creare categorie di quote (v. N. DE LUCA, *Partecipazione «azionaria» e tipicità delle società di capitali*, in *Rivista di diritto civile*, 2004, 6, II, 901), nonché prima della alla riforma del 2003 (v. G. FERRI jr, *Investimento e conferimento*, Milano, 2001, 199 *sub* nota 145).

[570] Sarebbe di scarsa utilità, poiché, da un lato, per attribuire diritti speciali a un soggetto specifico si può utilizzare lo strumento dei diritti "particolari", dall'altro, la creazione di categorie di quote pare uno strumento congegnato per l'offerta al pubblico delle partecipazioni; quindi, qualora la quota sia da attribuire ad un determinato soggetto è più verosimile che ciò avvenga all'esito di una negoziazione privata (M. CIAN, *S.r.l. PMI, s.r.l., s.p.a.*, cit., 832 s.). Cfr. M. SCIUTO, *Le quote di partecipazione*, cit., 557, per il quale il problema è mal posto, dato che la creazione di una "categoria" serve per dotare di diritti "diversi" chi diventi titolare di determinate quote rappresentative di una porzione predeterminata del capitale sociale, sicché è normale che, qualora quella porzione del capitale sociale arrivi a trovarsi nella titolarità di un unico soggetto, vuoi in sede di sottoscrizione iniziale o in seguito a circolazione, quel

Ad ogni modo, mentre la facoltà di creare categorie di quote ha riscosso un buon successo tra le imprese, la standardizzazione è prassi per ora meno diffusa[571]; potrebbe prendere piede alla luce del nuovo comma 2-*bis* dell'art. 26 d.l. 179/2012 (inserito dall'art. 3 della l. 21/2024), ai sensi del quale solo le quote «aventi eguale valore e conferenti uguali diritti» possono essere ammesse al regime di dematerializzazione e gestione accentrata previsto dal Tuf[572]. A tal proposito, non si può trascurare che, mentre l'offerta di quote non standardizzate sui portali di *crowdfunding* (che costituiscono un mercato primario) può avvenire – e infatti avviene – senza particolari problemi operativi[573], la standardizzazione risulta particolarmente opportuna, se non anche indispensabile[574], nell'ottica di creare un mercato secondario delle quote di s.r.l., posto che la presenza di quote omogenee agevolerebbe la negoziazione delle stesse e la formazione dei prezzi mediante meccanismi automatici e univoci[575].

La scelta del tipo di quote da offrire sui portali può dipendere anche dalle concrete modalità operative delle piattaforme utilizzate, le quali spesso tendono a specializzarsi nell'offerta di determinati tipi di partecipazioni[576]. Peraltro, sulle piattaforme italiane sono diffuse le offerte "miste": si tratta delle c.d. *dual-class offering* che hanno ad oggetto quote con diritti di voto regolati secondo diverse intensità in base all'ammontare dell'investimento che viene compiuto[577].

La facoltà di diversificazione delle quote destinate a differenti tipi di investitori, però, non si limita alla modulazione del diritto di voto (che può essere pieno, potenziato, soppresso o in vario modo limitato), potendo riguardare i profili più vari, tra cui, a titolo

---

soggetto si trovi ad essere l'unico titolare dei diritti "diversi" attribuiti dalla categoria; e nulla escluderebbe che la categoria torni ad essere "plurima", qualora tale soggetto ne ceda una parte.

[571] Cfr. M. SCIUTO, *Le quote di partecipazione*, cit., 556.

[572] Inoltre, è comune in dottrina il rilievo che la standardizzazione delle quote sarebbe condizione necessaria per l'ammissione a quotazione nei Mercati di Crescita per le PMI, nonché per la qualificazione delle stesse come valori mobiliar: cfr. M. CIAN, *Dalla s.r.l. a base personalistica*, cit., 1425; S. CORSO, *Le s.r.l. "aperte" al mercato*, cit., 190.

[573] Attribuendo ad ogni investitore una quota di valore pari alla somma che ha conferito aderendo all'offerta sul portale. Cfr. M. SCIUTO, *Le quote di partecipazione*, cit., 547 s. e 556.

[574] E. CUSA, *Le quote di s.r.l. possono essere valori mobiliari*, cit., 688 ss.

[575] Cfr. A. CETRA, *Le s.r.l.-PMI: disciplina legale e autonomia statutaria*, in *Banca borsa titoli di credito*, 2020, 6, 819; M. CIAN, *Dalla s.r.l. a base personalistica*, cit., 1425; S. CORSO, *Le s.r.l. "aperte" al mercato*, cit., 190.

[576] Ad esempio, solo quote ordinarie, solo quote prive di voto o entrambe: v. S. CORSO, *Le s.r.l. "aperte" al mercato*, cit., 192.

[577] Cfr. S. CORSO, *Le s.r.l. "aperte" al mercato*, cit., 192 ss.; D. COLONNELLO, E.R. IANNACCONE, G. MOLLO, M. ONZA, *Piccole e medie imprese*, cit., 26.

di esempio[578]: diritti di nomina dei componenti degli organi sociali; diritti di veto su decisioni gestorie; nuove ipotesi di recesso; diritti di prelazione; clausole di covendita (*tag along*) o di trascinamento (*drag along*)[579], particolarmente congeniali quando nella compagine è presente un fondo di *venture capital*[580]; il potenziamento del diritto di controllo[581], anch'esso particolarmente utile per i *venture capitalists*[582]; l'intrasferibilità temporanea della quota o limiti di vario genere alla sua trasferibilità[583]; il diritto di opzione in misura più che proporzionale rispetto alla partecipazione[584]. Inoltre, alla luce della logica "finanziaria" che il legislatore ha voluto imprimere alla partecipazione di s.r.l., non sembra potersi negare l'attribuzione di diritti "diversi" *depotenziati*, a differenza di quanto invece ritiene una parte della dottrina in merito ai diritti "particolari"[585]. L'autonomia statutaria deve, in ogni caso, essere contenuta «nei limiti imposti dalla legge» (art. 2468, comma 2, d.l. 179/2012), così non potendosi ritenere ammissibili clausole contrastanti con i principi inderogabili del diritto societario o della disciplina della s.r.l.[586]

Un'attenzione particolare merita l'ipotesi della modificazione dei diritti attribuiti dalle quote di una determinata categoria. Mentre per modificare i diritti "particolari" è

[578] In assenza di esplicite indicazioni legislative circa la disciplina delle categorie di quote e i loro possibili contenuti, la prassi tende a rifarsi ai risultati interpretativi già raggiunti in relazione ai diritti "particolari" della s.r.l. e alle categorie di azioni dotate di diritti "diversi" [caso, quest'ultimo, in cui si ritiene che l'autonomia statutaria goda di ampia libertà nella definizione dei diritti diversi, senza doversi necessariamente attenere alle ipotesi contemplate dal legislatore negli artt. 2348-2351 c.c. (M.L. VITALI, *Azioni ordinarie e azioni speciali*, in V. DONATIVI (diretto da), *Trattato delle società*, Tomo II, Torino, 2022, 531 ss.)]. Cfr. C. PASQUARIELLO, *I diritti particolari riguardanti l'amministrazione*, cit., 161 s.

[579] C. PASQUARIELLO, *I diritti particolari riguardanti l'amministrazione*, cit., 169.

[580] C. ANGELICI, *Fra "mercato" e "società"*, cit., 23 ss.

[581] Meno scontata, invece, è la possibilità di comprimere il diritto di controllo: v. *infra* par. 6.2.

[582] I quali, però, come già detto, potrebbero preferire negoziare questo diritto privatamente ottenendone l'attribuzione mediante l'istituto dei diritti "particolari" (V. DONATIVI, *Strumenti di corporate governance*, cit., 213 ss.).

[583] C. PASQUARIELLO, *I diritti particolari riguardanti l'amministrazione*, cit., 167.

[584] CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, Massima n. 154, 17 Maggio 2016; Massima n. 175, 27 Novembre 2018.

[585] Cfr. P. BENAZZO, *Categorie di quote*, cit., 1472; M. CIAN, *S.r.l. PMI, s.r.l., s.p.a.*, cit., 821 ss.; V. DONATIVI, *I diritti particolari dei soci*, cit., 885 s.

[586] Si pensi a principi come il divieto di patto leonino o alle ipotesi di recesso inderogabili prevista dall'art. 2473 per i soci di s.r.l. (CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, Massima n. 173, 27 novembre 2018; e cfr. G. ZANARONE, *La s.r.l. A vent'anni dalla riforma*, cit., 544; S. FORTUNATO, *La società a responsabilità limitata*, cit., 119), nonché alle competenze gestorie (progetto di bilancio, progetti di fusione o scissione, decisioni di aumento del capitale) che l'art. 2475 rimette «in ogni caso» agli amministratori (cfr. M. RESCIGNO, *Le regole organizzative della gestione della s.r.l.*, in M. CIAN (a cura di), *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, Padova, 2004, 326).

richiesta l'unanimità (o la diversa maggioranza prevista dallo statuto), nel caso dei diritti "diversi", trattandosi di diritti attribuiti collettivamente a una categoria di quote e non individualmente a un quotista[587], sembra giustificata l'applicazione analogica della disciplina dettata, nell'ambito della s.p.a., per le assemblee speciali (art. 2376 c.c.) in seno alle quali gli azionisti di una determinata categoria approvano le decisioni dell'assemblea generale che pregiudicano i loro diritti[588]. Si tratta di uno di quei casi in cui, nel cap. II, par. 2, si è parlato di lacuna "normativa", nel senso che sembra mancare del tutto, nell'ambito della s.r.l., una norma dedicata a questa fattispecie[589].

Peraltro, la norma "importata" dalla s.p.a. andrebbe "adattata" al contesto della s.r.l., caratterizzato dalla maggiore snellezza organizzativa e dall'ampia autonomia statutaria: non sembra quindi necessaria la costituzione di una vera a propria organizzazione di quotisti di categoria, né la nomina di un rappresentate comune, a meno che non lo richieda lo statuto, essendo probabilmente sufficiente l'adozione di una decisione, anche con modalità extra-assembleari, da parte dei soci titolari delle quote pregiudicate dalla decisione della società[590]. In tal caso, al socio di categoria non assenziente potrebbe spettare il diritto di recesso ai sensi dell'art. 2473, comma 1, c.c., qualora la decisione adottata dall'assemblea speciale modifichi in maniera rilevante i suoi diritti[591].

---

[587] S. FORTUNATO, *La società a responsabilità limitata*, cit., 120.

[588] S. FORTUNATO, *La società a responsabilità limitata*, cit., 120; O. CAGNASSO, *La s.r.l. piccola e media impresa (P.M.I.)*, cit., 109 s.; M. MALTONI, P. SPADA, *L'impresa start up innovativa*, cit., 1128; P. BENAZZO, *Categorie di quote*, cit., 1468; N. ABRIANI, *La struttura finanziaria*, cit., 523 s.; N. CIOCCA, A. GUACCERO, *La raccolta di capitale*, cit., 848; M. CIAN, *S.r.l. PMI, s.r.l., s.p.a.*, cit., 857; F. GUERRERA, *Le modificazioni dell'atto costitutivo*, in C. IBBA, G. MARASÀ (a cura di) *Le società a responsabilità limitata*, vol. II, Milano, 2020, 1526; M. SPERANZIN, *S.r.l. piccole-medie imprese tra autonomia statutaria*, cit., 354; COMITATO NOTARILE DEL TRIVENETO, Orientamento I.N.11, Settembre 2018; CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, Massima n. 177, 27 Novembre 2018.

[589] Si noti che tale applicazione analogica potrebbe anche prescindere dal compimento di una campagna di *crowdfunding*, avendo come presupposto la sola creazione di quote di categoria.

[590] S. FORTUNATO, *La società a responsabilità limitata*, cit., 120 nel testo e *sub* nota 20; M. CIAN, *S.r.l. PMI, s.r.l., s.p.a.*, cit., 857, il quale, però, sembra ritenere che l'assemblea speciale debba necessariamente seguire il procedimento della deliberazione assembleare. Cfr. COMITATO NOTARILE DEL TRIVENETO, Orientamento I.N.11, Settembre 2018, e CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, Massima n. 177, 27 Novembre 2018, ove si ritiene che i quotisti di categoria possano decidere tanto a maggioranza quanto all'unanimità, se così previsto dallo statuto.

[591] O. CAGNASSO, *La s.r.l. piccola e media impresa (P.M.I.)*, 109 *sub* nota 33; M. CIAN, *S.r.l. PMI, s.r.l., s.p.a.*, cit., 857.

5. Il diritto di voto. Categorie di quote a voto limitato o escluso.

Il diritto di voto rappresenta la massima espressione della *voice* spettante al socio e costituisce una prerogativa di particolare valore per coloro che intendono assumere una condotta più "attiva" nella società, mentre minore importanza riveste per chi è interessato esclusivamente ad investire il proprio risparmio.

Tra i soci che possono essere presenti nella variegata compagine di una s.r.l. *crowdfunded*, ve ne sono alcuni, tra cui in primo luogo il socio-imprenditore che ha promosso l'offerta sui portali, sicuramente interessati a disporre del diritto di voto in forma piena, se non anche variamente "potenziata". Anche investitori professionali come i *business angels* e i fondi di *private equity* o *venture capital*, essendo normalmente intenzionati ad influire sulla gestione per far crescere il valore della società[592], è presumibile che abbiano interesse a godere di ampie prerogative di *voice*, tra cui il voto[593].

Un discorso diverso meritano i soci investitori "al dettaglio" detentori di quote minoritarie. Nella s.r.l., la titolarità di quote di minoranza in capo a soci interessati esclusivamente al ritorno economico dell'investimento non è mai stata preclusa dal legislatore, sebbene fosse quantomeno inusuale fino a poco più di un decennio fa[594]. La possibilità di fare ricorso al *crowdfunding* ha cambiato questa situazione, consentendo l'ingresso di investitori "anonimi" nella s.r.l., però, come si è detto, sarebbe

[592] In vista di ottenere il massimo *return on equity* (nel caso dei *venture capitalists*) o per trarne vantaggi di vario genere (nel caso dei *business angels*).

[593] Ma non necessariamente, posto che spesso i fondi di investimento danno importanza maggiore all'attribuzione di particolari diritti di "monitoraggio" e relativi all'amministrazione, piuttosto che al voto: v. V. DONATIVI, *Strumenti di corporate governance*, cit., 208 ss.; P. TULLIO, *Gli investimenti corporate nelle start-up: il corporate venture capital*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2021, 1-2, 113 ss. Invece, i *business angels* spesso negoziano il loro ingresso e la loro influenza nella società secondo modalità diverse dall'investimento in capitale di rischio (v. P. AGSTNER, A. CAPIZZI, P. GIUDICI, *Business Angels*, cit., 383 ss.).

[594] Una simile configurazione partecipativa, infatti, da un lato, era incoerente con il modello socio-economico a cui il legislatore ha inteso ispirare la disciplina della s.r.l., dall'altro, anche a voler prescindere da tale modello, era concretamente di difficile attuazione, posto che mancano nella disciplina codicistica di questo tipo societario strumenti che consentano di rivolgersi agevolmente a una vasta platea di soggetti interessati a compiere investimenti all'esito di contrattazioni standardizzate: mancano infatti una disciplina della costituzione per pubblica sottoscrizione, la possibilità di quotazione della società, nonché le rapide modalità di trasferimento che sono tipiche dei titoli azionari. Per uno studio dedicato al tema del "socio risparmiatore" nella s.r.l., v. A.M. LEOZAPPA, *Il "socio risparmiatore" nella società a responsabilità limitata*, cit., 281 ss.

semplicistico dare per scontato che i *crowdinvestor* siano tutti connotati da un atteggiamento "razionalmente apatico" e dal disinteresse per l'esercizio della *voice*[595].

Si è messo in luce, nel corso del lavoro, che uno degli aspetti più problematici della nuova s.r.l. "finanziarizzata" è rappresentato dall'esigenza di rinvenire un bilanciamento tra la tutela del *crowdinvestor* e l'efficienza dell'organismo societario (potenzialmente minata dall'esercizio abusivo della *voice* da parte dei *crowdinvestor*).

È fuor di dubbio che, nelle società di capitali, la tutela della posizione del socio passi anche per l'esercizio del diritto di voto, potendo tramite esso concorrere alla formazione della volontà dell'organismo sulle decisioni che riguardano «momenti organizzativi della società»[596]; tuttavia, si tratta di una prerogativa che, per un verso, non interessa ad alcuni investitori[597], per altro verso, potrebbe interessare quelli intenzionati a farne un uso distorto[598]. Si potrebbe ipotizzare la configurazione, nella s.r.l. *crowdfunded*, di un problema che è tipico delle società ad azionariato "disperso", cioè il rischio che si verifichino "abusi della minoranza"[599], espressione con cui si definiscono quei

[595] Cap. III, par. 2.1 e 3.

[596] L'espressione è di C. ANGELICI, *La riforma delle società*, cit., 105.

[597] Cfr. C. ANGELICI, *Le «minoranze» nel decreto n. 58/1998: «tutela» e «poteri»*, in C. ANGELICI, *Attività e organizzazione. Studi di diritto delle società*, Torino, 2007, 123 s., ove l'osservazione che l'attribuzione di un potere, di per sé, non è necessariamente il migliore strumento di tutela per chi deve considerarsi «razionalmente apatico».

[598] Si potrebbe riproporre, nelle s.r.l. *crowdfunded*, una situazione simile a quella che si verifica nelle grandi società aperte, situazione così descritta da M.P. MARTINES, *L'abuso di minoranza nelle società di capitali*, in *Contratto e impresa*, 1997, 3, 1190: «il fenomeno della dispersione di capitale in una miriade di azionisti che costituiscono minoranze spregiudicate, ostinatamente o dolosamente avverse, espressione di assenteismo volontario, oppure minoranze irreperibili o persino "inesistenti" potrebbe immobilizzare seriamente l'attività della società».

[599] Gli abusi "di maggioranza" e "di minoranza" sono temi classici del diritto societario. Gli studi dedicati al secondo si sono incrementati soprattutto negli ultimi decenni, dopo che esso era stato già approfondito dalla giurisprudenza francese, come osservano C. ANGELICI, *Rapporti sociali e regole di correttezza*, in *Giurisprudenza commerciale*, 1992, 6, I, 1017; G.B. PORTALE, *«Minoranze di blocco» e abuso del voto nell'esperienza europea: dalla tutela risarcitoria al «gouvernement des juges»?,* in *Europa e diritto privato*, 1999, 1, 155; C.E. PUPO, *Il voto negativo nell'assemblea della società per azioni*, Milano, 2016, 55 ss. Per la giurisprudenza francese in tema di *abus de minorité*, v., tra le altre, Cour de cassation, com., 14 janvier 1992, in *Revue des sociétés*, 1992, 798, con osservazioni di Y. GUYON, segnalata anche in *Rivista delle società*, 1993, 1, 424. Sul tema degli abusi di minoranza e maggioranza, senza pretesa di esaustività, v. anche: F. DI SABATO, *Il principio di correttezza nei rapporti societari*, in P. ABBADESSA, G.B. PORTALE (diretto da), *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, Torino, 2007, 1, 13; A. NUZZO, *L'abuso della minoranza. Potere, responsabilità e danno nell'esercizio del voto*, Torino, 2003; M.P. MARTINES, *L'abuso di minoranza nelle società di capitali*, cit.; C. PASQUARIELLO, *Il principio di correttezza applicato alle delibere assembleari: l'abuso della regola di maggioranza al vaglio dei giudici*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2002, I, 125; E. LA MARCA, *L'abuso di potere nelle deliberazioni assembleari*, Milano, 2004; A. PISANI MASSAMORMILE, *Minoranze "abusi" e rimedi*, Torino, 2004; M. GUARINI, *Osservazioni in tema di*

comportamenti che sfruttano le regole di funzionamento endosocietario, e in particolare la regola di maggioranza[600], per il conseguimento di vantaggi privati o per mere finalità di ostruzionismo[601]. Con riferimento alla fase deliberativa, è il diritto di voto il principale strumento a destare la preoccupazione che possano perpetrarsi abusi di minoranza[602]. Il suo esercizio, in principio libero nell'*an* e nel *quid*[603], potrebbe rivelarsi

---

"ostruzionismo" deliberativo della minoranza, in L. CARPENTIERI (a cura di), *L'abuso del diritto. Evoluzione del principio e contesto normativo*, Torino, 2018, 207; G. CARRARO, *Abuso e frode nel diritto societario*, Milano, 2021; ID., *Sull'essenza del voto nella prospettiva dell'abuso*, in *Rivista delle società*, 2023, 1, 81; A. SIMIONATO, *Abuso di maggioranza*, in *Società*, 2023, 12, 1409. Di recente, sul più ampio argomento del ruolo che la figura dell'abuso del diritto può ricoprire nel diritto commerciale: C. ANGELICI, *L'abuso del diritto nel diritto commerciale*, in *Rivista del diritto commerciale*, 2017, 3, I, 365; P. MONTALENTI, *L'abuso del diritto nel diritto commerciale*, in *Rivista di diritto civile*, 2018, 4, 873.

[600] Come si è frequentemente rilevato in dottrina, la sede assembleare è il luogo in cui, mediante l'esercizio del voto, si risolvono i conflitti endosocietari, poiché in questa sede è possibile vincolare a una decisione anche chi non vi ha consentito, grazie al principio di maggioranza [che è quindi regola di gerarchia degli interessi e non modalità della loro composizione: E. LA MARCA, *Il conflitto di interessi e l'abuso di potere*, in V. DONATIVI (diretto da), *Trattato delle società*, Tomo II, Torino, 2022, 1383]. Tuttavia, posto che l'esercizio del diritto di voto da parte dei soci «si caratterizza in quanto non è immediatamente riconoscibile un dovere di perseguire interessi diversi da quelli individualmente loro propri» (così, C. ANGELICI, *La società per azioni. Principi e problemi*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, già diretto da A. CICU, F. MESSINEO, L. MENGONI, e continuato da P. SCHLESINGER, vol. I, Milano, 2012, 105 e 107), sia i soci di maggioranza che quelli di minoranza potrebbero "abusare" del principio maggioritario, «facendone a seconda dei casi utilizzo per adottare o per bloccare *ingiustamente* l'adozione di una determinata delibera» (così, E. LA MARCA, *L'abuso di potere nelle deliberazioni assembleari*, cit., 11; e, nello stesso senso, ID., *La mancata approvazione della deliberazione assembleare*, Milano, 2020, 127).

[601] Tra i comportamenti che possono rientrare nella nozione di "abuso di minoranza" si annoverano, in particolare: 1) l'impedimento dell'adozione di delibere essenziali per l'organismo societario [c.d. "minoranze di blocco", con la conseguente emersione di una deliberazione "negativa" (v., di recente, E. LA MARCA, *La mancata approvazione*, cit.; C.E. PUPO, *Il voto negativo nell'assemblea della società per azioni*, Milano, 2016; ID., *L'impugnazione della delibera negativa*, in *Rivista delle società*, 2016, 2-3, 333)]; 2) le impugnative pretestuose di bilancio; 3) l'esercizio di azioni di responsabilità, con conseguente revoca, contro il socio di maggioranza-amministratore, il quale, ai sensi dell'art. 2373 c.c., non può votare in tale deliberazione (L. ENRIQUES, *Azione sociale di responsabilità, abuso della minoranza e divieto di voto in capo ai soci amministratori*, in *Giurisprudenza commerciale*, 1994, 1, II, 125). Per l'approfondita analisi di questi tre casi di abuso, v. A. PISANI MASSAMORMILE, *Minoranze "abusi" e rimedi*, cit., *passim* e in part. 28 ss., 53 ss., 102 ss.; E. LA MARCA, *L'abuso di potere nelle deliberazioni assembleari*, cit., *passim* e in part. 191 ss., 202 ss., 224 ss.; più di recente, M. GUARINI, *Osservazioni in tema di "ostruzionismo" deliberativo della minoranza*, cit., 210 ss.). In generale, sul tema dell'ostruzionismo, si rinvia alle note opere di V. BUONOCORE, *L'ostruzionismo degli azionisti nelle assemblee delle società per azioni*, in *Rivista delle società*, 1970, 2, 294; A. CHIANTIA, *L'ostruzionismo nell'assemblea delle società per azioni*, Milano, 2000.

[602] G. CARRARO, *Sull'essenza del voto nella prospettiva dell'abuso*, cit., 81: «È il voto lo strumento su cui – o, se si vuole, intorno al cui impiego – la figura dell'abuso di minoranza s'incentra, e attraverso cui si suole abitualmente costruire».

[603] I soci, in principio, esercitano il diritto di voto secondo il proprio personale apprezzamento, non essendo stabilito alcun obbligo di prendere parte alla decisione, né di votare perseguendo l'interesse superiore della società (F. DI SABATO, *Diritto delle società*, 3° ed. aggiornata da A. BLANDINI, Milano, 2011, 335; E. LA MARCA, *Il conflitto di interessi e l'abuso di potere*, cit., 1386; C. ANGELICI, *L'abuso del diritto nel diritto commerciale*, cit., 374; A. CERRAI, A. MAZZONI, *La tutela del socio e delle minoranze*,

«solo apparentemente conforme all'ordinamento»[604] e, in concreto, violare i principi di buona fede e correttezza[605] che «vincola[no] non solo l'adempimento di qualsiasi obbligo, ma anche l'esercizio di qualsiasi diritto o potere, all'adozione di modalità tali da escludere la realizzazione di interessi non apprezzabili secondo l'ordinamento, a danno della sfera giuridica altrui»[606].

L'accennato problema degli abusi deliberativi ai danni della maggioranza, più frequentemente riscontrabile nelle s.p.a. ad azionariato "disperso", rimane, invero, un'eventualità meno probabile nelle s.r.l. *crowdfunded*, posto che, come si è detto, le offerte sui portali hanno di solito ad oggetto porzioni piuttosto ridotte del capitale sociale. Quindi, difficilmente le minoranze avrebbero la "forza" di imporre la propria volontà o di ostacolare le decisioni proposte dalla maggioranza; ciononostante, non si

---

in *Rivista delle società*, 1993, 1, 73). E, infatti, il fenomeno societario non è incompatibile con una condotta egoistica, tanto nel momento dell'investimento quanto nella successiva gestione di esso (E. LA MARCA, *L'abuso di potere nelle deliberazioni assembleari*, cit., 11 e 57).

[604] Così, E. LA MARCA, *L'abuso di potere nelle deliberazioni assembleari*, cit., 5, in riferimento a tutti i tipi di comportamenti abusivi adottabili da coloro che partecipano all'assemblea (amministratori, sindaci e soci).

[605] A partire dalla nota sentenza Cass. civ., 26 ottobre 1995, n. 11151, in *Giurisprudenza commerciale*, 1996, 3, 329, con nota di P.G. JAEGER, C. ANGELICI, A. GAMBINO, R. COSTI, F. CORSI, *Cassazione e contrattualismo societario: un incontro?*, la giurisprudenza, pur seguendo talvolta direzioni ondivaghe, ha individuato nella buona fede il canone che deve guidare l'esercizio del voto in assemblea, nel senso che ciascun contraente ha l'obbligo di «salvaguardare il perseguimento da parte degli altri contraenti di interessi negozialmente rilevanti (*ex* art. 1174 c.c.), ove ciò non sia di apprezzabile detrimento a i propri interessi negoziali», a prescindere dalla verifica del fatto che il voto sia esercitato, o meno, in maniera conforme all'interesse sociale (E. LA MARCA, *Il conflitto di interessi e l'abuso di potere*, cit., 1406 ss., donde è tratta la citazione, e v. anche 1400 ss. per ulteriori riff. giurisprudenziali; G.B. PORTALE, *«Minoranze di blocco» e abuso del voto*, cit., 173). Altre ricostruzioni che sono state proposte, in dottrina e in giurisprudenza, al fine di individuare il fondamento degli abusi deliberativi, vertono, tra l'altro, sulla figura dell'eccesso di potere, su quella dello sviamento di potere, sul principio di correttezza nel procedimento assembleare, sul motivo illecito (in applicazione analogica dell'art. 1345 c.c.), sulla responsabilità extracontrattuale *ex* art. 2043 c.c., sul contrasto con l'interesse sociale (v., per un raffronto tra queste ipotesi e per i relativi richiami bibliografici, A. PISANI MASSAMORMILE, *Minoranze "abusi" e rimedi*, cit., 2 *sub* nota 2; C. ANGELICI, *L'abuso del diritto nel diritto commerciale*, cit., 373 e 375; nonché E. LA MARCA, cit. in questa nota, 1400 ss.). La giurisprudenza e la dottrina ormai maggioritarie condividono la preferenza per la riconduzione degli abusi deliberativi al tema della buona fede e della correttezza, ripudiando la figura dell' "abuso del diritto", che la migliore dottrina civilistica ritiene già da tempo incompatibile con il principio di solidarietà di cui all'art. 2 Cost., sicché «quella figura, oggi, non ha più ragion d'essere, perché, per definizione, il diritto soggettivo arriva fin dove comincia la sfera d'azione della solidarietà: quindi gli atti emulativi e gli altri non rispondenti alla buona fede o alla correttezza, come contrari alla solidarietà, non rientrano nel contenuto del diritto soggettivo, non costituiscono un abuso, ossia uno sviamento, del diritto; al contrario ne sono fuori, costituiscono un eccesso dal diritto, e, in quanto tali, s'intende agevolmente che possano essere illeciti, secondo le norme generali. Perciò nel codice non è menzione dell'abuso del diritto, come di una figura speciale di atto illecito» (F. SANTORO-PASSARELLI, *Dottrine generali del diritto civile*, Napoli, 1986, 76 ss.).

[606] Così, G.B. PORTALE, *«Minoranze di blocco» e abuso del voto*, cit., 173.

può trascurare che l'utilizzo degli strumenti offerti da *internet* – nell'ambito dei quali tipicamente operano gli investitori di una società *crowdfunded* – può favorire forme di aggregazione dei soci "dispersi", consentendogli di coordinare il proprio operato e di creare maggiori "intralci" all'attività deliberativa.

Che i soci *crowdinvestor* abusino del diritto di voto pare essere un rischio ineliminabile conseguente al compimento di un'offerta di *crowdfunding* da parte di una s.r.l., posto che la disciplina del modello legale di questo tipo societario, applicabile anche alla sua versione "aperta", riconosce tale diritto a ogni socio. Tuttavia, spostando l'attenzione sul piano dell'autonomia statutaria, si osserva che il legislatore, nell'opera di finanziarizzazione della s.r.l. che ha realizzato nell'ultimo decennio, ha fornito a questa società la possibilità di "sterilizzare" i rischi derivanti dall'uso distorto del diritto di voto[607]. Infatti, è stata prevista la possibilità di creare quote prive del diritto di voto o che attribuiscono il diritto di voto in misura non proporzionale alla partecipazione ovvero limitato a particolari argomenti o subordinato al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative (art. 26, comma 3, d.l. 179/2012)[608]. Quote, quindi, che possono essere destinate agli investitori meno interessati all'esercizio delle prerogative societarie (quasi alla stregua di azionisti di risparmio, come emerge dalla ricostruzione proposta da autorevole dottrina[609]).

[607] Si noti anche che, pure in assenza della possibilità di creare quote prive del diritto di voto, una tutela contro gli abusi deliberativi potrebbe derivare dalla previsione di clausole di esclusione che colpiscano i soci che pongano in essere tali comportamenti (G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, cit., 1418).

[608] L'art. 26, comma 3, cit. riconosce la descritta facoltà alle «società di cui al comma 2». Ciò lascia intendere che il riferimento sia alle s.r.l. che esercitano PMI, categoria di imprese a cui è applicabile il comma 2 (cfr. G. ZANARONE, *La s.r.l. A vent'anni dalla riforma*, cit., 545). Sulla questione interpretativa sorta dalla lettura dei due commi, che sembra ormai pacificamente superata dalla dottrina nel senso appena descritto, v., tra gli altri, M. SPERANZIN, *S.r.l. piccole-medie imprese tra autonomia statutaria*, cit., 343 ss.; O. CAGNASSO, *La s.r.l. piccola e media impresa (P.M.I.)*, cit. 114 s.; N. ABRIANI, *La struttura finanziaria*, cit., 515; A. DENTAMARO, *Apertura della s.r.l. PMI tra divieto di rappresentazione delle quote ex art. 2468, comma 1, c.c. e tutela dell'investitore*, in M. IRRERA (a cura di), *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della Crisi. Studi in onore di Oreste Cagnasso*, Torino, 2020, 161 *sub* nota 10.

[609] La ricostruzione della posizione del quotista senza voto mediante l'applicazione di norme tratte dalla disciplina della s.p.a. e, in particolar modo, di quella quotata, si deve a O. CAGNASSO, del quale, tra le altre opere, v. *La s.r.l. piccola e media impresa (P.M.I.)*, cit.; ID., *Il socio di s.r.l. privo del diritto di voto. Qualche riflessione in tema di proprietà e controllo nell'ambito delle società P.M.I.*, relazione al IX Convegno nazionale dell'associazione Orizzonti del Diritto commerciale, Roma, 23-24 febbraio 2018, reperibile in *www.orizzontideldirittocommerciale.it*, e in *Nuovo diritto delle società*, 2018, 6, 915.

Con la nuova disposizione viene superato, ma limitatamente alle PMI, il dibattito – che aveva visto prevalere la tesi negativa[610] – in merito alla configurabilità di quote senza voto nelle s.r.l.[611]

5.1. Limiti all'emissione di quote diversificate nel voto. I *control enhancing mechanism* nella s.r.l.

La possibilità di incidere sul diritto di voto, sia in senso accrescitivo che restrittivo, fino ad eliminarlo, porta a interrogarsi sull'eventuale applicabilità analogica dell'art. 2351 c.c., e in particolare dei limiti stabiliti dal comma 2 (in base al quale il valore delle azioni senza voto non può superare la metà del capitale sociale) e dal comma 4 (secondo il quale ciascuna azione a voto plurimo può fornire fino a un massimo di dieci voti[612]). Si è detto (cap. II, par. 2) che in questo caso l'interpretazione analogica colmerebbe quella che potrebbe sembrare una lacuna "normativa", in quanto appare assente,

[610] Il dibattito ha visto prevalere la posizione che esclude la facoltà di creare quote senza voto, pur ammettendo la deroga al principio di proporzionalità [in base al quale il voto di ogni socio vale in misura proporzionale alla sua partecipazione (art. 2479, comma 5, c.c.)], quindi ammettendo la creazione di quote a voto limitato, condizionato, scalare, multiplo. Per la tesi maggioritaria, v. G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, cit., 1294 ss., ove ulteriori riff.; O. CAGNASSO, *La s.r.l. piccola e media impresa (P.M.I.)*, cit., 112 ss.; G. IACCARINO, *Attribuzione del diritto di voto non proporzionale alla partecipazione sociale*, in *Società*, 2008, 1, 31; S. FORTUNATO, *La società a responsabilità limitata*, cit., 177; G. PALMIERI, *Principio di proporzionalità, diritti particolari dei soci e autonomia statutaria nella s.r.l.*, in *Rivista delle società*, 2012, 5, 899 ss. Questa posizione è condivisa dal CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, Massima n. 138, 13 maggio 2014. Per la tesi minoritaria, volta ad ammettere quote senza voto nella s.r.l., v. M. SPERANZIN, *Partecipazioni senza diritto di voto nella s.r.l.*, in AA. VV., *La struttura finanziaria e i bilanci delle società di capitali. Studi in onore di Giovanni E. Colombo*, Torino, 2011, 211 ss., il quale è più di recente tornato sull'argomento in ID., *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, 2-3, 336 ss.

[611] Non sembra peregrina l'idea che l'introduzione della possibilità per le PMI di creare quote senza voto possa indurre a un cambiamento anche per le s.r.l. "grandi", e ciò mediante due percorsi. Sul piano interpretativo, si potrebbe valorizzare il fatto che, di recente (d.lgs. 30/2023), è stata estesa la possibilità a tutte le s.r.l. di ricorrere al *crowdfunding*, e quindi potrebbe vacillare la ragione di fondo per la quale la dottrina maggioritaria aveva escluso la configurabilità di quote senza voto, cioè che la natura tendenzialmente imprenditoriale del socio di s.r.l. (G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, cit., 1298). Sul piano legislativo, in ottica *de iure condendo*, a giudicare dagli andamenti legislativi che nell'ultimo decennio hanno progressivamente esteso la platea di imprese abilitate a giovarsi delle deroghe di cui all'art. 26 d.l. 179/2012, non si può escludere che prossimamente il legislatore intervenga nuovamente consentendo la creazione di categorie di quote, anche senza voto, a tutte le s.r.l. (così, tra l'altro, ristabilendo quel parallelismo, infranto dal d.lgs. 30/2023, tra s.r.l. che possono creare categorie di quote e s.r.l. che possono offrire le quote sui portali: v. cap. II, par. 7.2).

[612] Il numero massimo dei voti che un'azione a voto plurimo può attribuire al socio è stato elevato da 3 a 10 ad opera dell'art. 13 l. 21/2024 (*Legge Capitali*).

nell'ambito della s.r.l., una disciplina destinata a regolare i limiti relativi all'emissione e al contenuto delle categorie di quote[613].

A ben vedere, sembra preferibile escludere l'applicazione analogica di tali disposizioni, non rinvenendosi l'ipotizzata lacuna. E infatti, il principio della tendenziale corrispondenza tra potere e rischio, invero già da tempo recessivo nella s.p.a.[614] (e a maggior ragione dopo che la l. 21/2024 ha allargato le maglie della disciplina del voto plurimo e del voto maggiorato[615]), sembra trovare ancor meno fondamento nella s.r.l. Infatti, in questa società i soci hanno ampia possibilità di definire il contenuto delle partecipazioni[616] e la proporzionalità tra la misura di esse e i diritti che attribuiscono è ampiamente derogabile – già nella disciplina codicistica – grazie all'istituto dei diritti "particolari", e lo è ancor di più ora con l'istituto delle categorie di quote fornite di diritti "diversi"[617]. Basti pensare alla possibilità di attribuire anche ad un

[613] Per i riferimenti bibliografici (ulteriori rispetto a quelli contenuti nelle note seguenti) relativi alle posizioni favorevoli e contrarie all'estensione analogica dell'art. 2351 c.c. alla s.r.l., si rinvia al cap. II, par. 2.

[614] O. CAGNASSO, *La s.r.l. piccola e media impresa (P.M.I.)*, cit., 110: «tale principio di proporzionalità è oggi "messo a dura prova", tenendo conto dell'ammissibilità delle azioni a voto plurimo e di strumenti finanziari partecipativi dotati del diritto di voto su argomenti specificamente indicati»; G. ZANARONE, *La s.r.l. A vent'anni dalla riforma*, cit., 546 *sub* nota 39; M. NOTARI, *La proporzionalità tra rischio e potere nelle società di capitali: un canone fondamentalissimo o una regola suppletiva?*, in *Osservatorio del diritto civile e commerciale*, 2016, 2, 401 ss., secondo il quale il principio in questione ha carattere meramente suppletivo, posto che, quand'anche una s.p.a. rispettasse i limiti di cui all'art. 2351 c.c., sarebbe comunque possibile realizzare una profonda dissociazione tra potere e rischio utilizzando, oltre all'effetto ottenibile dal ricorso combinato alle azioni senza voto e a voto plurimo, anche altri strumenti, come i privilegi patrimoniali, il sovrapprezzo e gli strumenti finanziari partecipativi: «risulta pertanto logicamente incoerente e talvolta addirittura tecnicamente impossibile estendere all'intero novero degli istituti che possono dar luogo a una dissociazione tra rischio e potere quegli specifici limiti dettati dalla legge con esclusivo riferimento all'alterazione del coefficiente di attribuzione del diritto di voto». *Contra*, E. BARCELLONA, *«Control enhancing mechanisms» e «governance» della società a responsabilità limitata: quali limiti all'autonomia privata?*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, 2019, 1, 61, secondo il quale l'impossibilità di azzerare del tutto la correlazione tra potere e rischio è argomentabile alla luce del fatto che tale principio è immanente a diversi settori dell'ordinamento, tra cui, oltre al diritto delle società di capitali, il diritto delle società di persone, il diritto fallimentare e alcuni istituti fondamentali del diritto privato. Argomentazioni simili in E. BARCELLONA, *Rischio e potere nel diritto societario riformato, fra golden quota di s.r.l. e strumenti finanziari di s.p.a.*, Torino, 2012.

[615] Si fa riferimento al fatto che la *Legge Capitali* (l. 21/2024), al fine di aumentare l'attrattività per le imprese dell'accesso al mercato dei capitali, ha modificato, con i suoi artt. 13 e 14, la disciplina delle azioni a voto plurimo (art. 2351, comma 4, c.c.) e della maggiorazione del voto (art. 127-*quinquies* Tuf), prevedendo che, in entrambi i casi, il "potenziamento" del diritto di voto possa giungere fino al riconoscimento di 10 voti per azione.

[616] Cfr. G.C.M. RIVOLTA, *Diritto delle società. Profili generali*, Torino, 2015, 153 s.

[617] O. CAGNASSO, *La s.r.l. piccola e media impresa (P.M.I.)*, cit., 116; S. CORSO, *S.R.L.-PMI aperte al mercato: scelte statutarie e diritti dei soci investitori*, in *Banca borsa titoli di credito*, 2019, 6, 893; ID., *Le s.r.l. "aperte" al mercato*, cit., 195; N. ABRIANI, *Quote, categorie di quote e strumenti finanziari delle*

socio con una partecipazione minima diritti "particolari" o "diversi" estremamente penetranti relativi all'amministrazione, tra cui quello di nominare gli amministratori[618].

s.r.l. PMI: possibilità di razionalizzazione del sistema?, in P. MONTALENTI, M. NOTARI (a cura di), *Società a responsabilità limitata, piccola e media impresa, mercati finanziari: un mondo nuovo?*, Milano, 2020, 95 s., che esclude l'applicazione analogica dell'art. 2351 c.c. in quanto non è ravvisabile nella s.r.l. «l'*eadem ratio* collegata alla limitazione dell'effetto leva e alla preservazione di un rapporto adeguatamente responsabilizzante tra rischio e potere». *Contra*, P. BENAZZO, *Categorie di quote*, cit., 1469 s., secondo il quale è opportuno applicare analogicamente l'art. 2351 c.c. alla s.r.l. al fine di assicurare un certo grado di equilibrio tra potere e rischio; E. BARCELLONA, *«Control enhancing mechanisms» e «governance»*, cit., *passim*, che critica l'orientamento maggioritario tendente a riconoscere un'estensione sostanzialmente illimitata ai *control enhancing mechanisms* (meccanismi di «rafforzamento più-che-proporzionale del "potere" rispetto al "rischio"»), tra l'altro consentendo l'attribuzione di rilevantissimi diritti relativi all'amministrazione a soci titolari di quote minime, e conclude che un simile "potere" nella s.r.l. può spettare solo a chi è titolare di (*rectius*, rischi) almeno 1/8 +1 del capitale sociale (cioè la frazione del capitale che un socio titolare di sole azioni a voto plurimo deve possedere per esercitare il controllo di diritto in una s.p.a. il cui capitale sociale è composto al 50% da azioni senza voto, secondo il calcolo illustrato da N. ABRIANI, *Azioni a voto plurimo e maggiorazione del diritto di voto degli azionisti fedeli: nuovi scenari e inediti problemi interpretativi*, in *Giustiziacivile.com*, 2014, 12). Nello stesso senso si era già pronunciato l'Autore in E. BARCELLONA, *Rischio e potere*, cit., *passim* e in part. 168 ss., ma in quel caso individuando la quota minima di "rischio" nel valore di 1/4 +1 del capitale sociale, essendo allora vigente solo la norma relativa all'emissione di azioni senza voto e non ancora quella relativa alle azioni a voto multiplo). Cfr. l'opinione di G. ZANARONE, *La s.r.l. A vent'anni dalla riforma*, cit., 546 *sub* nota 39, secondo il quale la possibilità di emettere quote senza voto non deve essere intesa come un *vulnus* al principio di corrispondenza tra potere e rischio, essendo questo ormai recessivo, anche alla luce della possibilità di assegnare ai soci partecipazioni non proporzionali al conferimento (e sul punto cfr. M. NOTARI, *La proporzionalità tra rischio e potere*, cit., 390 e 398); diversamente, secondo Zanarone, l'emissione di quote senza voto andrebbe vista come un *vulnus* al principio che si esprime nella formula dell'«esercizio in comune» dell'attività (art. 2447 c.c.), che dovrebbe comportare l'illiceità di ogni clausola che escluda determinati soci dalla più elementare forma di esercizio dell'attività, cioè il voto, a meno che ciò non sia consentito espressamente dalla legge, come lo è ora per le s.r.l.-PMI ai sensi dell'art. 26 d.l. 179/2012 (nello stesso senso, dimostrando che non era possibile, in assenza di una espressa previsione legislativa, creare quote senza voto nella s.r.l., l'Autore si esprimeva anche in G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, cit., 1297 s.). Cfr. CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, Massima n. 138, 13 Maggio 2014, ove, nella motivazione, si spiega che il principio di corrispondenza tra potere e rischio non solo «non è presente negli altri tipi sociali, bensì esso è espressamente contraddetto, sia nelle società personali, sia nelle s.r.l. Nelle prime il codice civile prevede infatti che il potere di amministrare la società […] possa essere liberamente affidato in via esclusiva ad uno o più soci, a prescindere dall'entità della loro partecipazione. Nelle seconde è ritenuto pacifico […] che un singolo socio, detentore di una partecipazione anche del tutto minoritaria, abbia il potere di nominare gli amministratori o di essere egli stesso l'unico amministratore, anche per l'intera durata della società. Il che conferma, in modo decisivo, che le regole volte ad assicurare il tendenziale equilibrio tra rischio e potere: *(i)* non solo rappresentano limiti eccezionali che derogano alla regola della libera determinabilità del contenuto delle partecipazioni sociali, limiti rispetto ai quali non sussiste nelle società non azionarie l'*eadem ratio* che ne consente l'applicazione analogica; *(ii)* bensì sono addirittura incompatibili con il quadro normativo dei tipi non azionari, ponendosi in contrasto con norme e principi che disciplinano le società personali e la s.r.l».

[618] N. ABRIANI, *Quote, categorie di quote e strumenti finanziari delle s.r.l. PMI*, cit., 96; C. RINALDO, *La multiformità della s.r.l.*, cit., 1543; S. GUIZZARDI, *L'impresa start up innovativa costituita in forma di s.r.l.*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2016, 4, I, 569; CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, Massima n. 138, 13 Maggio 2014. Inoltre, si consideri anche che, come osserva S. CORSO, *Le s.r.l. "aperte" al mercato*, cit., 194 s., «i limiti di cui all'art. 2351 c.c. non sono specificamente stabiliti in funzione del ricorso della società al mercato, ma operano indifferentemente nelle società per azioni chiuse, come in quelle aperte e, pertanto, non risulta fondata la loro estensione analogica alla s.r.l.-PMI sulla base del presupposto

Eventuali limiti alla facoltà di emettere quote con voto limitato potrebbero forse essere rinvenuti in un vincolo di sistema legato agli aspetti tipologici della s.r.l., tra i quali vi è quello della rilevanza centrale del socio, che ha un ruolo quantomeno pariordinato rispetto a quello dell'autonomia statutaria[619]: allora, si potrebbe ritenere che non sia configurabile una s.r.l. nella quale non sia presente almeno un socio titolare di una quota a socialità "piena", cioè provvista di tutte le prerogative di *voice*[620]. D'altro canto, persino nella s.p.a., la cui partecipazione è connotata da spiccati caratteri di "finanziarietà", non è consentito, proprio in base all'art. 2351 c.c., eliminare i caratteri minimi di "socialità" (il voto) per ogni azione esistente, sicché la presenza di partecipazioni "ordinarie" sarebbe un carattere «tipologicamente indefettibile»[621] per il tipo azionario; allora, a maggior ragione, stesso ragionamento potrebbe valere per la s.r.l.[622]

Dunque, la *ratio* dell'autorizzazione a emettere quote senza voto andrebbe rinvenuta non tanto nella finalità di rendere la s.r.l. un mero veicolo di investimento al servizio di investitori anonimi, quanto invece nell'esigenza di consentire la proficua gestione

---

dell'apertura al mercato, la quale, oltretutto, non ha la stessa intensità e portata di quella di una società per azioni».

[619] Sul grado pariordinato dei due principi, v., pur con diverse argomentazioni in merito alle possibilità di cui dispone l'autonomia statutaria nel derogare al primo principio, C. IBBA, *Leggendo il "Diritto delle società" di Gian Carlo Rivolta. Spunti in tema di centralità del socio e di… mancanza di soci*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2020, 3, I, 493; P. BUTTURINI, *I diritti del socio di s.r.l. e l'autonomia statutaria*, Milano, 2017, 18 ss. e 195 ss.

[620] P. BENAZZO, *Start-up e PMI innovative*, in *Digesto delle discipline privatistiche. Sezione commerciale*, Aggiornamento 2017, 479; O. CAGNASSO, *La s.r.l. piccola e media impresa (P.M.I.)*, cit., 116; S. CORSO, *Le s.r.l. "aperte" al mercato*, cit., 221; M.C. DI MARTINO, *Tipico e transtipico*, cit., 1515. A tal proposito, v. la nota tesi secondo la quale sarebbe necessaria la presenza di almeno un socio di controllo con una quota ordinaria nelle PMI *crowdfunded*, elaborata da M. CIAN, *S.r.l. PMI, s.r.l., s.p.a.*, cit., che però si fondava su un dato testuale non più vigente, cioè la precedente formulazione dell'art. 100-*ter* Tuf (tesi criticata da R. SACCHI, *Note a margine del saggio di Aldo Dolmetta sul tipo s.r.l.*, in E. GINEVRA, R. LATTANZI, U. MALVAGNA, U. MINNECI, G. MUCCIARONE, A. SCIARRONE ALIBRANDI (a cura di), *Liber Amicorum per Aldo A. Dolmetta*, Pisa, 2023, 633).

[621] Così, P. SPADA, M. SCIUTO, *Il tipo della società per azioni*, in G.E. COLOMBO, G.B. PORTALE (diretto da), *Trattato delle società per azioni*, vol. I, Torino, 2004, 39. In senso analogo, R. SACCHI, *Note a margine*, cit., 633.

[622] Si aggiunga anche che la necessaria presenza di quote con *voice* "piena" sembra più che coerente con le logiche sottese al *crowdfunding* e accolte nel Reg. ECSP, ove si riconosce al "progetto" e al suo "titolare" un ruolo centrale nell'attrarre gli investitori, sicché questi ultimi rimarrebbero presumibilmente delusi se il titolare del progetto non si riservasse una quota ordinaria che gli fornisca le prerogative necessarie ad adottare le scelte per realizzarlo.

dell'impresa, *nonostante* la presenza di numerosi investitori anonimi[623]. In altri termini, la possibilità di emettere quote depotenziate nel voto serve per realizzare almeno due finalità: la prima è assicurare al socio imprenditore (il promotore dell'offerta sui portali) la governabilità della società con un numero elevato di *crowdinvestor*; la seconda è attirare investitori professionali come i fondi di *venture capital* (o di *private equity*, per le imprese più mature), i quali solitamente intervengono, come si è detto, in una fase successiva a quella in cui si svolge la campagna di *crowdfunding*[624]. Infatti, se è vero che questi fondi considerano il buon esito della campagna come un positivo segnale di "approvazione" del progetto imprenditoriale[625], è però anche vero che potrebbero essere dissuasi dall'idea di investire in una società nella quale un elevato numero di *crowdinvestor* disponga del diritto di voto in forma piena[626].

L'esigenza di mantenere il controllo in mano al gruppo di comando è uno dei fattori che ha determinato la diffusione, sui portali di *crowdfunding*, delle c.d. *dual-class*

[623] Anche per questo motivo, sembra ragionevole, in sintonia con quanto è previsto per le s.p.a. dall'art. 2368, comma 1, c.c., escludere le partecipazioni senza voto dal computo del capitale sociale necessario ad integrare il *quorum* costitutivo, altrimenti la presenza di quotisti senza voto renderebbe più difficoltoso il raggiungimento della soglia necessaria (in tal senso, M. CIAN, *La s.r.l.: la struttura organizzativa*, in M. CIAN (a cura di) *Diritto commerciale*, vol. III, *Diritto delle società*, Torino, 2020, 733; ID., *Le decisioni dei soci*, cit., 1374; O. CAGNASSO, S. LUONI, *Le decisioni dei soci nelle S.r.l. (II parte)*, cit., 237). Sull'argomento, nell'ambito delle s.p.a., v., di recente, E. LA MARCA, *Procedimento*, in V. DONATIVI (diretto da), *Trattato delle società*, Tomo II, Torino, 2022, 1345 ss.; CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, Massima n. 144, 19 Maggio 2015.

[624] Cap. III, par. 3.

[625] Cap. III, par. 3.

[626] Cfr. P. BENAZZO, *Categorie di quote*, cit., 1476, nell'ambito di un più ampio discorso relativo alla possibilità che un assetto decisionale che consente eccessive ingerenze ai soci potrebbe compromettere la «affidabilità del codice organizzativo s.r.l. rispetto alle possibili attese (di una parte almeno) del pubblico risparmio». Si noti, poi, che le dette due finalità – assicurare al socio di controllo la governabilità della società e mantenere la società attrattiva per i *venture capitalist* – paiono assolutamente coerenti con le caratteristiche delle imprese a cui sono precipuamente rivolte le nuove misure di "finanziarizzazione" della s.r.l.: la prima finalità è coerente con le modalità operative tipiche delle piccole imprese a conduzione familiare in mano a un ristretto e "geloso" gruppo di controllo; la seconda finalità è coerente con le tipiche esigenze delle imprese innovative ad alto potenziale di crescita, le quali necessitano di accedere, nell'arco di pochi di anni, a diversi strumenti per la raccolta di capitale di rischio (tendenzialmente il *crowdfunding* e il finanziamento da parte di *business angel* nella fase di *early stage*; mentre il *venture capital* nella fase di *expansion* o *scale-up*). Con ciò non si vuole trascurare che anche le "grandi" s.r.l. ora possono ricorrere al *crowdfunding* (nuovo art. 100-*ter* Tuf), ma tale strumento è prevalentemente congeniale alle imprese minori o in fase di *start-up*, non solo perché queste spesso non hanno ancora raggiunto il *break-even* finanziario (per ottenere credito bancario), ma anche perché la soglia massima di 5 milioni delle offerte sui portali rende di fatto questo strumento meno attrattivo per le imprese di grandi dimensioni.

offerings[627], cioè offerte "miste", nelle quali i sottoscrittori ricevono quote dotate di maggiori prerogative (solitamente il diritto di voto) o quote depotenziate (solitamente senza voto o con voto limitato) a seconda dell'ammontare dell'investimento compiuto[628]. In tal modo, il promotore si assicura che le prerogative più incisive sulla gestione della società siano condivise con soggetti seriamente interessati all'andamento dell'attività.

Le categorie di quote dotate di diritti "diversi", e in particolare quelle senza voto, a voto limitato o a voto più che proporzionale, rientrano (insieme all'istituto dei diritti "particolari" dei soci e alla possibilità di attribuire partecipazioni non proporzionali ai conferimenti) nel sistema dei *control enhancing mechanisms* (*CEM*), mediante i quali è possibile plasmare gli equilibri di potere all'interno delle s.r.l.[629] Si tratta di meccanismi a cui, nell'ambito delle società quotate, è spesso attribuito l'effetto negativo di allontanare da un'impresa sia investitori istituzionali che, talvolta, investitori *retail*[630];

[627] Cfr. POLITECNICO DI MILANO, *8° report*, cit., 21, ove si segnala che, su tutto il campione relativo agli ultimi otto anni, il 67% delle offerte aveva ad oggetto quote votanti per chi investiva un determinato importo e non votanti per chi investiva meno (*dual-class*), mentre il 15% delle offerte aveva ad oggetto solo quote non votanti e il 16% quote ordinarie. Nell'anno 2023, la tendenza ad offrire quote senza voto è aumentata, registrandosi il 64% di *dual-class offerings*, il 23% di offerte di quote senza voto e solo il 9% di offerte di quote ordinarie. Riguardo alle offerte *dual-class*, il *report* segnala che la diversificazione delle quote non ha riguardato in ogni caso solo il diritto di voto, ma talvolta anche altri aspetti, tra cui privilegi particolari nella *governance*.

[628] La frequenza di questo tipo di offerte sui portali è segnalata anche da S. CORSO, *Le s.r.l. "aperte" al mercato*, cit., 192; D. COLONNELLO, E.R. IANNACCONE, G. MOLLO, M. ONZA, *Piccole e medie imprese*, cit., 26. Si noti che un simile risultato può raggiungersi sia mediante l'offerta di quote standardizzate (sicché a un maggiore investimento corrisponde l'assegnazione di un maggior numero di quote) sia prescindendo da questa tecnica, come più frequentemente avviene nella pratica (sicché a un maggiore investimento corrisponde l'assegnazione di una quota di dimensione maggiore).

[629] M. NOTARI, *La proporzionalità tra rischio e potere*, cit., 398. Il tema dei *CEM* nella s.r.l. è ampiamente trattato, con approccio critico, da E. BARCELLONA, *«Control enhancing mechanisms» e «governance»*, cit., 61 ss., su cui v. *supra* in nota.

[630] Come è stato spesso segnalato dai commentatori in ambito sia giuridico che economico, l'utilizzo di *CEM* nelle società quotate con l'intento di creare una *dual class share structure* potrebbe sortire l'effetto di allontanare investitori istituzionali e investitori *retail*, inoltre scoraggiando logiche di lungo termine: in tal senso, v. *Report on the Proportionality Principle in the European Union*, 2016, 84, reperibile in *www.ec.europa.eu*, 84 (citato anche da S. CORSO); un cenno anche in A. PERRONE, *Il diritto del mercato dei capitali*, Milano, 2020, 139. Una ricognizione di studi svolti in ambito economico che dimostrano questa circostanza è rinvenibile in S. ALVARO, A. CIAVARELLA, D. D'ERAMO, N. LINCIANO, *La deviazione dal principio "un'azione - un voto" e le azioni a voto multiplo*, CONSOB – *Quaderni giuridici*, n. 5, gennaio 2014, 48 *sub* nota 146. Sul tema, v. anche M. VENTORUZZO, *The Disappearing Taboo of Multiple Voting Shares: Regulatory Responses to the Migration of Chrysler-Fiat*, in ECGI – Law Working Paper n. 288/2015, 9, ove si osserva che «in some specific situations, depending on the industry, business model, and personal characteristics of shareholders, MVS [*n.d.r.* azioni a voto multiplo] can benefit investors, but overall they are more often a disadvantage than an advantage for

tuttavia, se congegnati in maniera opportuna[631], sono meccanismi che possono incentivare un'impresa a quotarsi[632] (nel caso che qui interessa, a compiere offerte sui portali di *crowdfunding*[633]) o possono aumentare le possibilità di ricevere investimenti da parte di investitori professionali come i *venture capitalists*[634]. E ciò per i due motivi

minority shareholders, and institutional investors generally oppose their use. MVS can however contribute to pursue other goals, such as attracting more corporations to stock exchanges».

[631] Cfr. P. MARCHETTI, *Osservazioni e materiali sul voto maggiorato*, in *Rivista delle società*, 2015, 2-3, 467, «Lo sfavore degli investitori istituzionali è meno granitico di quel che si predica e la modalità di utilizzo della maggiorazione di voto assume in questa prospettiva un ruolo essenziale».

[632] N. ABRIANI, *Azioni a voto plurimo*, cit., 18, che espressamente parla di un «obiettivo di politica legislativa volto all'incentivazione alla quotazione»; F. ANNUNZIATA, A. GIOMBINI, *La disciplina del voto plurimo introdotta dal Decreto Competitività. Pegno, usufrutto e sequestro di azioni (a voto plurimo)*, in *www.dirittobancario.it*, 2014, 1, che sottolineano come il legislatore, mediante l'introduzione delle azioni a voto plurimo, abbia perseguito «l'obiettivo di agevolare l'accesso alla quotazione in borsa e, in genere, l'apertura al mercato del capitale di rischio, delle imprese italiane, spesso frenate in questo processo di "apertura" dal timore di perdere il controllo della *governance* aziendale». Tuttavia, v. l'opinione di M. VENTORUZZO, *The Disappearing Taboo*, cit., 12, che (citando i due suindicati Autori) si mostra scettico sulla possibilità che il voto multiplo possa incentivare le imprese italiane alla quotazione, posto che l'ordinamento italiano già prevedeva significativi *control enhancing mechanisms*. Non dissimile sembra anche l'opinione di L. SCHIUMA, *Quel voto plurimo nelle quotate che (per il momento) non c'è*, in *www.dirittifondamentali.it*, 31 maggio 2020, secondo la quale il motivo che attira le società quotate italiane a stabilire la propria sede in altri ordinamenti non è legato al fatto che in essi sia prevista la possibilità di emettere azioni a voto multiplo, dato che in Italia le società quotate godono comunque di numerosi altri meccanismi (*CEM*) per ottenere lo stesso effetto di concentrazione del potere in mano a determinati soci.

[633] Sembra plausibile ritenere che, come i *CEM* possono sortire l'effetto di incentivare alcune imprese alla quotazione, assicurando al gruppo di controllo di mantenere saldo il comando dell'organismo, così anche nel contesto, pur molto diverso, del *crowdfunding*, la possibilità di utilizzare i *CEM* (tra cui le "nuove" quote senza voto, a voto limitato o a voto plurimo) renda più attraente l'idea per le piccole imprese molto "personalizzate" di compiere offerte sui portali: a dimostrare ciò è la diffusa pratica delle *dual-class offerings* nell'ambito del *crowdfunding*.

[634] S. CORSO, *Le s.r.l. "aperte" al mercato*, cit., 193. Tra gli studi condotti nell'ambito delle scienze economiche v. D. CUMMING, M. MEOLI, S. VISMARA, *Investors' choices between cash and voting rights: evidence from dual-class equity crowdfunding*, in *Research Policy*, 2019, vol. 48, Issue 8, 5 e 13 (reperibile anche in *www.ssrn.com*, ove v. le pp. 18 e 30), i quali, analizzando 491 offerte svolte su una piattaforma di *crowdfunding* nel Regno Unito tra il 2011 e il 2015, rilevano che le campagne di *crowdfunding* basate su offerte miste hanno, nel complesso, meno successo nei confronti della massa di *crowdinvestor*, però, soprattutto quando la soglia al di sopra della quale si ottiene il diritto di voto è particolarmente alta, sono in grado di attirare più investitori professionali i quali, anche se in numero ridotto, portano comunque le imprese da loro selezionate a concludere la raccolta con successo, grazie all'entità maggiore delle quote da essi sottoscritte. Tuttavia, in una società *venture capital-backed*, i *CEM* non servono solo a potenziare la posizione di questi, anzi, come segnalano S. ALVARO, A. CIAVARELLA, D. D'ERAMO, N. LINCIANO, *La deviazione dal principio "un'azione - un voto"*, cit., 56, i *CEM* rappresentano anche lo strumento grazie ai quali il socio di controllo può tutelarsi da eccessive ingerenze (*overmonitoring*) dei *venture capitalists*, o comunque dal rischio che tali ingerenze durino troppo a lungo: «con riferimento all'*overmonitoring* esercitato dai *large shareholders*, ad esempio, alcuni studiosi suggeriscono una redistribuzione dei diritti di proprietà che favorisca una struttura azionaria dispersa. Nell'ambito del filone di indagine applicato ai rapporti tra *venture capitalist* e socio-fondatore, invece, si suggerisce un'allocazione separata dei diritti patrimoniali da quelli amministrativi e di controllo che, al ricorrere di talune condizioni, dovrebbe limitare in maniera ottimale l'interferenza del *venture capitalist* assegnando il controllo al fondatore, ovvero prevedendo un passaggio graduale del controllo dal socio

già descritti: consentono al socio di controllo di mantenere il "potere", oppure al *venture capitalist* subentrato di acquisirlo ed esercitarlo in maniera efficiente, nonostante la presenza di numerosi altri investitori nella compagine societaria.

5.2. Le altre prerogative di *voice* connesse al diritto di voto.

La possibilità di offrire quote prive del diritto di voto sui portali potrebbe portare a chiedersi se questa menomazione produca conseguenze sulle altre prerogative legate alla *voice* del socio senza voto, come parte della dottrina sostiene. Anche in relazione a teli prerogative, infatti, si manifesta quella tensione tra l'esigenza, da un lato, di offrire tutela ai soci *crowdinvestor* e, dall'altro, di assicurare l'efficienza dell'organismo societario; una tensione comune ad ogni società, ma particolarmente problematica nella s.r.l. "aperta" in ragione della possibile assenza di un organo di controllo e dell'attribuzione di penetranti prerogative ad ogni socio, anche *crowdinvestor*.

In linea con l'impostazione adottata nel resto della trattazione, si ritiene opportuno anche in questo caso valorizzare l'autonomia della disciplina della s.r.l., evitando di ricostruire la posizione del *crowdinvestor* senza voto alla stregua di quella dell'azionista di risparmio. In altri termini, come è stato autorevolmente osservato, bisogna, guardandosi dal compiere una «inversione metodologica», partire dal presupposto che «il quotista privo del diritto di voto è pur sempre socio della s.r.l. e, ove non diversamente disposto dallo statuto, deve presumersi che gli si siano lasciati tutti gli altri diritti propri del socio di s.r.l.»[635].

Per quanto attiene al diritto di intervento, nonostante una parte della dottrina ritenga la sua esclusione conseguente a quella del diritto di voto nelle s.r.l. "aperte"[636], sembra

---

investitore (al quale esso può risultare attribuito nelle prime fasi di finanziamento) al socio fondatore al verificarsi di condizioni e risultati oggettivamente riscontrabili».

[635] Così, S. FORTUNATO, *La società a responsabilità limitata*, cit., 120. Nello stesso senso, A. MONTEVERDE, *Note minime sul voto dei soci nella s.r.l.*, in M. IRRERA (a cura di), *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della Crisi. Studi in onore di Oreste Cagnasso*, Torino, 2020, 1004: «è da escludere che sia doveroso, o anche solo permesso, un indiscriminato ricorso all'analogia […]».

[636] Questa l'opinione di O. CAGNASSO, *La s.r.l. piccola e media impresa (P.M.I.)*, cit., 117, secondo il quale «i caratteri di una società che offra al pubblico le proprie partecipazioni, che preveda categorie di quote prive del diritto di voto, che abbia un numero elevato di soci giustificano questa soluzione». Giungono a soluzioni analoghe, con varietà di argomentazioni: P. BENAZZO, *Categorie di quote*, cit., 1470 s.; M. CIAN, *S.r.l. PMI, s.r.l., s.p.a.*, cit., 855; ID., *Le decisioni dei soci: competenze decisorie e decisioni assembleari*, in C. IBBA, G. MARASÀ (a cura di), *Le società a responsabilità limitata*, vol. II,

preferibile ritenere che anche i quotisti senza voto mantengano questa prerogativa[637]. Manca, infatti, nella s.r.l., una disposizione che consenta di inferire chiaramente l'esclusione del diritto di intervento in capo a coloro cui non spetti il diritto di voto[638], a differenza di quanto è previsto per la s.p.a. dagli artt. 2368, comma 1, e 2370, comma 1, c.c.[639]

Inoltre, si consideri che il diritto di intervento, consentendo una maggiore partecipazione alla vita sociale[640], aumenterebbe il livello di tutela offerto alla posizione del socio, poiché le informazioni apprese dai lavori assembleari potrebbero, ad esempio, indurlo a esercitare successivamente il proprio diritto di controllo individuale, utile per poi eventualmente valutare l'opportunità di esercitare le altre prerogative che spettano al socio[641]. La partecipazione di un ampio numero di soggetti alla riunione sarebbe

---

Milano, 2020, 1369; I. POLLASTRO, *Il voto condizionato nella società di capitali*, Milano, 2021, 230; M.C. DI MARTINO, *Tipico e transtipico*, cit., 1515 s.

[637] In questo senso, S. FORTUNATO, *La società a responsabilità limitata*, cit., 120; A. MONTEVERDE, *Note minime sul voto dei soci nella s.r.l.*, cit., 1011 s.; G. FERRI, *Manuale di diritto commerciale*, cit., 324 s.; M. SPERANZIN, *S.r.l. piccole-medie imprese tra autonomia statutaria*, cit., 351 s.

[638] Si noti, a sostegno della plausibilità dell'ipotesi proposta, che in questo senso si era pronunciata la dottrina, con riferimento agli azionisti senza voto, fin dai primi decenni di vigenza del codice civile, quando l'art. 2370 c.c. non poneva un'esplicita connessione tra intervento e voto, sicché sorgeva il dubbio in merito alla spettanza del primo in capo agli azionisti privi del secondo (così come oggi sorge questo dubbio in relazione ai quotisti di s.r.l. senza voto): v. B. VISENTINI, voce *Azioni di società*, in *Enciclopedia del diritto*, IV, Milano, 1959, 984, secondo il quale «quando l'azione non attribuisce il voto, il diritto di intervento all'assemblea assume carattere di diritto autonomo, e spetta ancorché non spetti il voto».

[639] Che da tali articoli si possa ricavare la non spettanza del diritto di intervento in capo ai titolari di azioni prive del diritto di voto sembra essere un esito interpretativo sicuro (E. LA MARCA, *Procedimento*, in V. DONATIVI (diretto da), *Trattato delle società*, Tomo II, Torino, 2022, 1328 s.); meno pacifico, invece, è se da esse possa ricavarsi una generica affermazione del carattere "strumentale" del diritto di intervento nei confronti del diritto di voto: questione, quest'ultima, rilevante per comprendere se possano intervenire in assemblea i soci titolari di azioni a cui formalmente spetta il diritto di voto, ma che in concreto non può essere esercitato per svariate ragioni previste dalla legge. In senso affermativo sembra deporre l'art. 2368, comma 3, c.c., sulla cui interpretazione v. l'opera già citata in questa nota di E. LA MARCA, pp. 1331, 1347, 1354 (ove si illustra il meccanismo di computo di tali azioni congegnato dal legislatore per facilitare il raggiungimento sia del *quorum* costitutivo che di quello deliberativo).

[640] D'altra parte, è anche consentendo ai soci di partecipare ai lavori dell'assemblea che il socio di controllo può ricevere contributi di vario genere, sottoforma di *crowdsourcing*, da parte dei *crowdinvestor* (v. cap. III, par. 2). Quindi, quest'approccio interpretativo sembra coerente anche con la filosofia su cui si basa il *crowdfunding*. All'assemblea, infatti, non si riconosce esclusivamente la funzione deliberativa ma anche quella ponderatoria, compositoria ed informativa: A.M. LUCIANO, *Riunione assembleare e diritto d'intervento*, Milano, 2022, 47 ss.

[641] Cfr. G. FERRI, *Manuale di diritto commerciale*, cit., 324 s., ove si ammonisce circa il fatto che la soluzione di negare l'intervento a chi è privo del diritto di voto nella s.p.a. non necessariamente deve essere estesa ai quotisti senza voto nelle s.r.l.: infatti, «ci si potrebbe chiedere se in tal caso non possano rilevare il ben maggiore spazio riconosciuto al diritto di informazione del socio, il quale dispone persino di un generale potere di ispezione […], e più ampiamente la sua posizione di interessato non soltanto agli

d'altronde agevolata dalla possibilità di condurre le assemblee mediante tecniche di collegamento a distanza[642].

Dunque, pare che nel modello legale della s.r.l. "aperta" anche ai soci *crowdinvestor* senza voto spetti il diritto di intervento, come ad ogni altro quotista. Si potrebbe obiettare che l'intervento dei *crowdinvestor* senza voto possa rallentare i lavori assembleari e persino consentire, in casi patologici, di realizzare azioni di "disturbo"[643]. Eventuali soluzioni per arginare questo problema potrebbero essere fornite da apposite clausole statutarie; tuttavia, come si è già avvertito nel cap. II, par. 4, si tratterebbe di soluzioni legate all'esercizio dell'autonomia statutaria, e quindi in grado solo di incidere sul funzionamento di una singola società e sull'attrattività della stessa per gli investitori professionali. Dunque, per risolvere il problema accennato si potrebbe ritenere derogabile il diritto di intervento, creando una categoria di quote i cui diritti "diversi" consistano nella privazione, oltre che del voto, anche dell'intervento[644]. Qualora si ritenesse non consentita una simile clausola, un bilanciamento tra l'esigenza di tutela (e quindi di partecipazione alle attività decisionali) del socio e quella di assicurare

esiti finanziari dell'attività sociale, ma anche al suo andamento»; A. MONTEVERDE, *Note minime sul voto dei soci nella s.r.l.*, cit., 1012.

[642] Il tema delle modalità alternative per lo svolgimento delle assemblee, oggetto di recenti (e probabilmente anche prossimi) moti normativi, è particolarmente ampio e non può essere qui approfondito. Si rinvia a A.M. LUCIANO, *La riunione assembleare e il diritto d'intervento nella S.p.a. alla luce delle "nuove tecnologie"*, in *Società*, 2023, 2, 137; E. LA MARCA, *Procedimento*, cit., 1338. Con specifico riguardo alla s.r.l., v. O. CAGNASSO, S. LUONI, *Le decisioni dei soci nelle S.r.l. (I parte)*, in *Giurisprudenza italiana*, 2021, 12, 2795 ss. Tra gli orientamenti notarili, v. CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, Massima n. 187, 11 marzo 2020, e Massima n. 200, 23 novembre 2021. Pare significativo rilevare che già oltre un ventennio fa, prima della riforma del 2003, Trib. Sassari, 19 maggio 2000, in *Società* 2001, 2, 209, con nota di ZAGRA, ha ritenuto che «è omologabile l'atto costitutivo di una società a responsabilità limitata che preveda la possibilità di convocare l'assemblea dei soci mediante posta elettronica e che ne consenta poi lo svolgimento in videoconferenza».

[643] Sul tema, con riferimento alle società quotate, v. M. VIETTI, *Configurabilità di pratiche abusive nell'esercizio dei diritti di «voice» delle minoranze in sede di dibattito assembleare ed eventuali strategie risolutive*, in *Contratto e impresa*, 2020, 1, 307.

[644] In questo senso depone CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, Massima n. 174, 27 novembre 2018, ove, nella motivazione, si specifica che: «a fronte dell'introduzione nel sistema s.r.l. PMI della facoltà di creare categorie di quote cui non sia attribuito il diritto di voto, non è stata replicata la disposizione dell'art. 2370, comma 1, c.c. che nella s.p.a. condiziona il diritto di intervento alla titolarità del diritto di voto; appare tuttavia certamente legittima una clausola statutaria che lo escluda espressamente per il socio privo del diritto di voto». Nello stesso senso, O. CAGNASSO, S. LUONI, *Le decisioni dei soci nelle S.r.l. (II parte)*, cit., 235. Si noti, per converso, che anche quegli autori secondo i quali, applicando la disciplina della s.p.a. alla s.r.l. "aperta", sia da escludersi il diritto di intervento in capo ai soci privi del diritto di voto, riconoscono che lo statuto ben potrebbe prevedere diversamente, e quindi attribuire il diritto d'intervento al socio senza voto (M. CIAN, *S.r.l. PMI, s.r.l., s.p.a.*, cit., 856; O. CAGNASSO, *La s.r.l. piccola e media impresa (P.M.I.)*, cit., 117).

l'efficienza dell'organismo si può trovare in altri meccanismi propri della disciplina della s.r.l. Si consideri che il diritto di intervento è legato solo alle decisioni assembleari[645]: allora, i soci di controllo, per evitare effetti "di disturbo" da parte dei *crowdinvestor* senza voto, potrebbero prevedere nello statuto che almeno una parte delle decisioni siano adottate con metodi extra-assembleari[646]. D'altro canto, permarrebbe in ogni caso la possibilità di devolvere la decisione all'assemblea, quando richiesto da un terzo del capitale sociale (art. 2479, comma 4, c.c.)[647]; ciò, ovviamente, presupponendo che i *crowdinvestor* senza voto, sempre che raggiungano la soglia richiesta, non siano privati del diritto di devoluzione come diretta conseguenza della privazione del voto[648].

Ci si potrebbe chiedere anche se ai *crowdinvestor* privi del diritto di voto spetti il diritto di impugnare le deliberazioni assembleari. Per quanto riguarda le ipotesi di nullità, il problema non si pone, essendo la legittimazione generalizzata[649]. Per le ipotesi

[645] Mentre, in quelle extra-assembleari, il diritto di partecipare sancito dall'art. 2479, comma 5, c.c. si declina più semplicemente nel diritto di essere messi al corrente della decisione proposta e delle eventuali informazioni necessarie per adottare una scelta consapevole, «senza che si possa pretendere che i singoli soci siano necessariamente messi in grado di esprimere osservazioni, avviare un dibattito, avanzare contro-proposte o altro, giacché tali prerogative sono proprie del metodo collegiale» (M. NOTARI, *Le decisioni dei soci: decisioni non assembleari*, in C. IBBA, G. MARASÀ (a cura di), *Le società a responsabilità limitata*, vol. II, Milano, 2020, 1407 s.).

[646] Così, da un lato, la società preserverebbe l'efficienza del suo funzionamento, dall'altro, i *crowdinvestor* senza voto non sarebbero del tutto ignari dell'attività decisionale dei soci, poiché si ritiene che essi debbano comunque ricevere l'informativa preventiva alla decisione extra-assembleare (S. FORTUNATO, *La società a responsabilità limitata*, cit., 179), rimanendo così aggiornati sull'andamento dell'attività sociale e avendo la possibilità di esercitare le altre loro prerogative, tra cui la devoluzione in assemblea (come si dice nel testo).

[647] I soci di controllo – che quasi sempre nelle s.r.l. *crowdfunded* dispongono di tale quota di capitale – potrebbero esercitare il potere di devoluzione quando ritengano opportuno coinvolgere i *crowdinvestor* in un determinato dibattito.

[648] Anche in questo caso, seguendo la linea interpretativa già adottata, si ritiene plausibile che il diritto di chiedere la devoluzione in assemblea permanga in capo ai *crowdinvestor*, trattandosi di uno strumento posto a tutela di diritti della minoranza. *Contra*, sembra escludere tale diritto in capo ai soci senza voto M. CIAN, *Le decisioni dei soci: competenze decisorie e decisioni assembleari*, in C. IBBA, G. MARASÀ (a cura di), *Le società a responsabilità limitata*, cit., 1358 *sub* nota 117, laddove specifica che il terzo del capitale deve essere calcolato prendendo come riferimento solo la parte di capitale rappresentata dalle quote dei soci titolari del diritto di voto, escludendo le quote prive del diritto di voto. Tra l'altro, si noti che la formulazione testuale della norma lascia deporre per la sua inderogabilità *in peius* (S. FORTUNATO, *La società a responsabilità limitata*, cit., 170; F.S. BELVISO, *Assemblee e deliberazioni assembleari*, cit., 714; G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, cit., 1287 testo e nota 78, il quale valorizza l'avverbio «comunque» contenuto nel comma 4 dell'art. 2479 c.c. e osserva che «i rischi […] circa l'eventualità di turbative suscettibili di provenire alla funzionalità della società da un uso troppo paralizzante dei diritti di sollecitazione del procedimento assembleare potrebbero essere scongiurati sul terreno della normativa di correttezza»).

[649] O. CAGNASSO, *La s.r.l. piccola e media impresa (P.M.I.)*, cit., 117.

di annullabilità, invece, parte della dottrina[650], anche in tal caso rifacendosi alla disciplina della s.p.a., ritiene che i soci privi del diritto di voto non possano impugnare le deliberazioni, salvo diversa previsione statutaria; sarebbe in ogni caso ad essi riconosciuto il diritto al risarcimento del danno loro cagionato dalla deliberazione invalida (art. 2377, comma 4, c.c.).

Tuttavia, anche con riferimento al diritto di impugnazione, sembra preferibile escludere l'applicazione della disciplina azionaria[651]. Si deve però constatare che in ipotesi di una compagine composta da un numero molto elevato di *crowdinvestor*, la legittimazione in capo al singolo socio espone la società al serio rischio di impugnazioni ricattatorie o animate da mero spirito di *chicane* (c.d. abusi di minoranza)[652]. L'arginamento di tale rischio – oltre che con un intervento legislativo *ad hoc*, finalizzato ad introdurre un'aliquota di capitale minima per l'esercizio dell'impugnativa[653] – avviene grazie alle regole di buona fede e correttezza, presidio generale nei confronti di ogni tipo di abuso della minoranza (o della maggioranza)[654]. Sostanzialmente, si

---

[650] O. CAGNASSO, *La s.r.l. piccola e media impresa (P.M.I.)*, cit., 119; M. CIAN, *S.r.l. PMI, s.r.l., s.p.a.*, cit., 856; P. BENAZZO, *Categorie di quote*, cit., 1471; M.C. DI MARTINO, *Tipico e transtipico*, cit., 151 s.; S. CORSO, *Le s.r.l. "aperte" al mercato*, cit., 196 s.

[651] S. FORTUNATO, *La società a responsabilità limitata*, cit., 120. Si noti che l'idea di riconoscere il diritto di impugnazione in capo a un socio privo (non istituzionalmente del diritto di voto, ma) della possibilità di esercitare il voto non è del tutto estranea alle logiche della s.r.l., come dimostra il fatto che viene riconosciuta la legittimazione all'impugnativa in capo al socio moroso, a differenza di quanto avviene nella s.p.a. (G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, cit., 1403 *sub* nota 33; in giurisprudenza, di recente, Trib. Milano, sez. impr., 22 dicembre 2022, in *Giurisprudenza italiana*, 2023, 8-9, 1865 ss., con nota di A. BERTOLOTTI, *Bilancio di s.r.l. impugnato da un socio moroso: alcuni spunti di riflessione*).

[652] Rischio per evitare il quale – come spiega la Relazione illustrativa al d.lgs. 17 gennaio 2003 n. 6, par. 5 – la riforma del 2003, con riferimento alla s.p.a., ha subordinato la legittimazione ad impugnare le deliberazioni al possesso di un'aliquota minima di capitale (art. 2377, comma 3, c.c.), superando il sistema previgente basato sulla legittimazione individuale.

[653] Soluzione che non risulterebbe eccentrica in ottica comparatistica, posto che in un ordinamento molto simile a quello italiano, cioè in Spagna, è la legge a prevedere che, tanto nella *anònima* quanto nella *limitada*, il diritto di impugnazione è subordinato al possesso, individuale o congiunto, di una percentuale del capitale sociale pari all'1% (art. 206, *Ley de sociedades de capital*): v. A. RECALDE CASTELLS, *La Sociedad de Responsabilidad Limitada española un vehículo poco apto (y sin embargo exitoso) para las Pequeñas y Medianas Empresas*, in *Rivista di diritto societario*, 2019, 3, I, 580 s.

[654] Tra gli abusi della minoranza concernenti l'esercizio distorto del diritto di impugnativa è stato oggetto di particolari studi il caso dell'impugnazione pretestuosa della delibera di approvazione del bilancio. Si ritiene che, dinanzi a un'impugnazione pretestuosa, non solo la società possa difendersi nel giudizio eventualmente ottenendo la condanna della minoranza agente al pagamento delle spese (non escludendosi – ma la giurisprudenza è molto prudente sul punto – anche una condanna per lite temeraria *ex* art. 96 c.p.c.), ma il socio di maggioranza possa anche promuovere una nuova azione nei confronti della minoranza allegando la violazione delle regole di correttezza e buona fede, in modo tale che il socio di minoranza possa essere condannato anche a risarcire il danno cagionato dalla violazione dei suoi

determinerebbe nella s.r.l. "aperta" la stessa situazione che si verificava nella s.p.a. sotto la vigenza della disciplina precedente alla riforma del 2003, cioè la situazione di una società con un numero potenzialmente elevato di soci tutti dotati del diritto di impugnare le deliberazioni assembleari[655]. Né si deve ritenere – come affermavano già molti autori con riguardo alla legittimazione individuale nella s.p.a.[656] – che la legittimazione in capo ai *crowdinvestor* sia necessariamente foriera di inefficienze per la società, ben potendo fungere da strumento di monitoraggio per incentivare i soci di controllo al mantenimento di comportamenti corretti, finalità che pare particolarmente

obblighi contrattuali (A. PISANI MASSAMORMILE, *Minoranze "abusi" e rimedi*, cit., 134). Si potrebbe anche ipotizzare l'introduzione nello statuto di una clausola di esclusione per giusta causa che si attivi in caso di esercizio pretestuoso delle prerogative del socio (O. CAGNASSO, *Recesso ed esclusione del socio: interessi in gioco e "costi" degli strumenti di tutela*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2003, 2, 367; P. GHIONNI CRIVELLI VISCONTI, *L'esclusione*, in C. IBBA, G. MARASÀ (a cura di), *Le società a responsabilità limitata*, vol. I, Milano, 2020, 1039).

[655] Il fatto che le società per azioni abbiano convissuto per decenni con la regola della legittimazione individuale dei soci ad impugnare le delibere dimostra che non vi è, in principio, incompatibilità tra tale regola e una società a compagine potenzialmente numerosa.

[656] Infatti, con riferimento alla s.p.a., se è vero che il legislatore della riforma è stato mosso dall'intento di evitare impugnazioni ricattatorie, diversi commentatori hanno criticato la scelta del legislatore di sacrificare l'interesse del singolo socio a che la società sia condotta nel rispetto della legge e della correttezza: G. GUERRIERI, *Art. 2377*, in A. MAFFEI ALBERTI (a cura di), *Il nuovo diritto delle società*, Padova, 2005, 536; A. CARRATTA, *Art. 2378*, in S. CHIARLONI (a cura di), *Il nuovo processo societario*, Commentario, Bologna, 2004, 1141; S. SANZO, *Art. 2377*, in G. COTTINO, G. BONFANTE, O. CAGNASSO, P. MONTALENTI (diretto da) *Il nuovo diritto societario*, Commentario, Tomo I, Bologna, 2004, 620, il quale è recentemente tornato sull'argomento (S. SANZO, *Invalidità delle deliberazioni assembleari*, in V. DONATIVI (diretto da), *Trattato delle società*, Tomo II, Torino, 2022, 1434) osservando che «sarebbe tutta da spiegare la ragione per cui l'impugnazione proposta da un socio che sia titolare di una partecipazione corrispondente al 4,9% del capitale sociale avrebbe finalità ricattatorie e non anche quella del socio titolare di una partecipazione pari al 5% […]. L'enunciato della relazione, piuttosto, evidenzia una visione ideologica nella quale l'impugnazione della minoranza viene letta quasi automaticamente come ispirata a finalità strumentali». Una critica anche in G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, cit., 1403 *sub* nota 33. Sulla ricostruzione della *ratio* della norma, come volta a stabilire «una oggettiva responsabilità della società per i danni arrecati da deliberazioni illegittime, indipendentemente dalla configurazione di queste come illecito», v. F. D'ALESSANDRO, *La tutela delle minoranze tra strumenti ripristinatori e strumenti risarcitori*, in *Rivista di diritto civile*, 2003, 6, 712. Sul piano comparatistico, si rileva che anche in Spagna, il legislatore della *Ley de sociedades de capital* (2010) ha scelto, per ridurre i rischi di *abusos de la minoría*, di limitare la legittimazione all'impugnazione ai soci che possiedono una determinata percentuale di capitale sociale (l'1%, sia nella *SA* che nella *SL*): anche in quel contesto, la scelta legislativa è stata criticata, perché le sue «razones cobran todo su sentido en SAs cotizadas; pero quizá no se justifiquen tanto en otras sociedades de capital. En efecto, la posibilidad de reclamar del juez la anulación de los acuerdos de la junta es el mecanismo de contrapeso al poder de la mayoría en sociedades cerradas» (A. RECALDE CASTELLS, *La Sociedad de Responsabilidad Limitada española*, cit., 581).

utile nelle società più piccole, a conduzione familiare o comunque improntate all'informalità dei rapporti[657].

Si noti che, come si è osservato *supra* in relazione al diritto di intervento, anche per il diritto di impugnativa si potrebbe ipotizzare una sua compressione, ad opera dello statuto, finalizzata ad arginare il rischio di abusi da parte dei soci *crowdinvestor*. Bisognerebbe però ammettere la derogabilità dell'art. 2479-*ter* c.c., che, nel silenzio del legislatore, non è scontata[658]; inoltre, si dovrebbero individuare i limiti dell'autonomia statutaria, eventualmente applicando analogicamente quelli previsti dalla disciplina della s.p.a. (art. 2377, comma 3, c.c.), sicché i soci di s.r.l., per esercitare l'impugnativa, dovrebbero raggiungere un'aliquota non superiore al 5% del capitale, oppure all'1 per mille qualora si ritenesse che la s.r.l. "aperta" possa integrare la fattispecie

[657] Cfr. G. PRESTI, M. RESCIGNO, *L'invalidità delle deliberazioni assembleari e delle decisioni dei soci*, in AA.VV., *Il nuovo ordinamento delle società. Lezioni sulla riforma e modelli statutari*, Milano, 2003, 146, che osservano: «È chiaro che chi impugna strumentalmente una deliberazione di approvazione di un bilancio invalido al fine di procurarsi un beneficio privato tramite una succulenta transazione non merita buona considerazione da un punto di vista individuale: ma da un punto di vista sociale il discorso può cambiare. […] In altre parole, i cosiddetti soci masnadieri, come dicono i tedeschi svolgono anche una funzione socialmente utile di monitoraggio che funziona come incentivo al rispetto delle norme. Pur con tutte le distorsioni cui ciò ha dato luogo, la letteratura giuridica americana considera questo fenomeno come una parte essenziale del sistema di *corporate governance* statunitense». L'osservazione emerge anche da lavori più risalenti: v. B. VISENTINI, voce *azioni di società*, cit., 985, che, nel riconoscere la legittimazione ad impugnare le delibere anche in capo al socio senza voto, osservava: «*tutti gli azionisti sono interessati alla regolarità e legalità degli organi sociali*, indipendentemente dal voto. D'altro canto, è unanimemente riconosciuto che il diritto di impugnare le deliberazioni assembleari non può essere escluso, né limitato, trattandosi di *un diritto attribuito anche nell'interesse della società*. Il diritto di impugnare le deliberazioni spetta quindi inderogabilmente ad ogni azione e per tutte le deliberazioni» (corsivo aggiunto).

[658] Invero, con riferimento alla tradizionale s.r.l. codicistica, autorevole dottrina (G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, cit.) ha parlato di «tendenziale inderogabilità» della disciplina delle impugnazioni (p. 1438 ss.), esprimendosi in senso negativo sulla più specifica questione della derogabilità della regola relativa alla legittimazione individuale all'impugnazione (p. 1404 *sub* nota 33). Nello stesso senso, di recente, S. SANZO, *Invalidità delle decisioni*, in V. DONATIVI (diretto da), *Trattato delle società*, Tomo III, Torino, 2022, 775.

dell'emittente diffuso[659]. Rimarrebbe salva la possibilità di esperire l'azione di risarcimento per quei soci che non raggiungano l'aliquota richiesta[660].

Da ultimo, ci si potrebbe domandare se i *crowdinvestor* senza voto dispongano del diritto di avocare competenze gestorie, rimettendole alla decisione dei soci (art. 2479, comma 1, periodo secondo, c.c.). Si potrebbe ritenere che i *crowdinvestor* privi del diritto di voto, proprio in ragione di questa privazione, sarebbero disinteressati al diritto di avocazione, posto che non avrebbero comunque potere decisionale sull'operazione la cui competenza è stata avocata[661]. Eppure, i *crowdinvestor* senza voto potrebbero beneficiare di tale facoltà non solo per il maggior coinvolgimento che, tramite l'intervento, otterrebbero nell'attività decisionale, ma anche, soprattutto, perché potrebbero imporre alla maggioranza «l'onere di "venire allo scoperto", assumendosi la responsabilità delle scelte di gestione altrimenti attuate attraverso gli amministratori»[662]. L'eventuale abuso di tale prerogativa – ancorché improbabile per via della quota tendenzialmente esigua di capitale offerta sui portali dalle società – andrebbe comunque arginato tramite le ordinarie regole di correttezza e buona fede, sicché gli amministratori potrebbero legittimamente disattendere la richiesta di avocazione meramente

[659] Una simile soluzione (con applicazione analogica della disciplina della s.p.a. per quanto riguarda i limiti entro cui l'autonomia potrebbe muoversi) è proposta da F. BRIZZI, *S.r.l. PMI e offerta al pubblico*, cit., 306 s., nell'ambito di una particolare ricostruzione che la ritiene applicabile unicamente in ragione dell'esperimento di un'offerta di *crowdfunding*, a prescindere dall'emissione di quote prive del diritto di voto. Cfr. M. SCIUTO, *Le quote di partecipazione*, cit., 447 s. testo e nota 90, che, pur in senso dubitativo, sembra riconoscere all'atto costitutivo la possibilità di attribuire rilevanza alla misura della partecipazione ai fini dell'esercizio di alcune prerogative (tra cui l'impugnativa delle deliberazioni assembleari) che la legge attribuisce individualmente ai soci (prerogative che, pertanto, l'Autore definisce «diritti non misurabili»).

[660] La prospettata deroga statutaria alla disciplina della legittimazione all'impugnativa potrebbe avvenire offrendo sui portali una categoria di quote fornita dei diritti "diversi" consistenti nella privazione del voto e nella possibilità di impugnare le deliberazioni solo a condizione che si possieda una determinata aliquota di capitale; per le quote ordinarie, detenute dai soci di controllo e da coloro che abbiano investito una somma maggiore (aggiudicandosi una quota con diritto di voto), rimarrebbe vigente il sistema ordinario di legittimazione individuale.

[661] In tal senso, O. CAGNASSO, *La s.r.l. piccola e media impresa (P.M.I.)*, cit., 120.

[662] Così, M. CIAN, *Le decisioni dei soci*, cit., 1344. Come osserva P. SPOLAORE, *S.r.l. e offerta al "pubblico"*, cit., 136, il riconoscimento di questa prerogativa in capo ai *crowdinvestor* senza voto «sembra coerente, del resto, con l'inquadramento della fattispecie dell'investimento in *equity crowdfunding* quale partecipazione finanziaria a uno specifico e dettagliato progetto imprenditoriale. In una simile prospettiva, il riconoscimento del potere di avocazione è di particolare importanza nelle ipotesi in cui l'attività venga, in concreto, deviata dalla realizzazione del progetto, perché consente agli investitori *crowdfunder* non solo di ottenere notizie al riguardo ma altresì di costringere gli eventuali soci di maggioranza/imprenditori ad assumersi formalmente l'imputazione di determinate scelte: con potenziali ricadute ai fini dell'art. 2476, comma 8, c.c».

ostruzionistica[663]. Inoltre, si ritiene lecito, e doveroso, che gli amministratori predispongano apposite procedure, indicando modalità a termini per l'esercizio ordinato di questo diritto (salvo che tali regole non siano già specificate dallo statuto) e comunque a condizione che esse non rendano l'esercizio di tale diritto ingiustificatamente gravoso, in spregio ai canoni di buona fede e correttezza[664].

Ragionando sul piano delle facoltà statutarie, si può osservare che, al fine di evitare in radice il rischio di abusi del diritto di avocazione, si dovrebbe ammettere che l'art. 2479, comma 1, secondo periodo, c.c. sia derogabile *in peius*, cioè aumentando la quota di capitale richiesta per l'esercizio di questa prerogativa ovvero elidendo del tutto la stessa almeno per alcuni soci[665]. La soluzione sembra plausibile già nella s.r.l. ordinaria codicistica, posto che, come osserva autorevole dottrina[666], essendo caratteristica della s.r.l. quella di poter essere plasmata in senso più, o meno, capitalistico, la stessa Relazione di accompagnamento alla riforma del 2003 riconosce che «in sostanza spetta al contratto sociale distribuire le competenze tra soci ed amministratori». In alternativa, sembra plausibile accogliere la tesi intermedia (tra quella dell'inderogabilità e della derogabilità assoluta), secondo la quale il diritto di avocazione sarebbe derogabile *in peius* nei casi in cui ciò sia necessario per dare effettività a diritti "particolari" riguardanti la gestione attribuiti a determinati soci, sicché spetterebbe all'autonomia statutaria individuare quale sia il contenuto di tali diritti e, di conseguenza, quali siano le materie sottratte al rischio di avocazione da parte della minoranza[667].

---

[663] M. CIAN, *Le decisioni dei soci*, cit., 1345.

[664] F. BRIZZI, *S.r.l. PMI e offerta al pubblico*, cit., 321, che considera questo «un aspetto del dovere di adeguatezza organizzativa» incombente sugli amministratori.

[665] Con riferimento alla s.r.l. *crowdfunded*, sostiene questa posizione F. BRIZZI, *S.r.l. PMI e offerta al pubblico*, cit., 309 ss., ma ritenendo necessaria come contrappeso l'istituzione di un organo di controllo con i poteri del collegio sindacale di s.p.a. Nel senso che, nella s.r.l. "aperta", sia necessario limitare in via interpretativa il diritto di avocazione, v. anche P. BENAZZO, *Categorie di quote*, cit., 1477; P. SPOLAORE, *S.r.l. e offerta al "pubblico"*, cit., 137.

[666] G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, cit., 940 s. e 1261 *sub* nota 22. Nel senso della derogabilità assoluta, nella s.r.l. ordinaria, v. anche C. IBBA, *Società pubbliche e riforma del diritto societario*, in *Rivista delle società*, 2005, 1, 14 ss.; CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, Massima n. 150, 17 Maggio 2016. *Contra*, G. GUIZZI, *L'assemblea: ovvero, delle competenze dei soci e del modo di esercitarle nella società a responsabilità limitata riformata (Due esperienze a confronto)*, in *Rivista di diritto societario*, 2007, 3, 31 ss.; e, di recente, G.M. BUTA, *Le competenze dei soci e la formazione delle decisioni sociali*, in G. SANTONI, F. BRIOLINI, G.M. BUTA, F. ACCETTELLA, *Le società a responsabilità limitata*, Torino, 2022, 144; COMITATO NOTARILE DEL TRIVENETO, Massima I.B.29, Settembre 2010.

[667] In tal senso, con riguardo alla s.r.l. *crowdfunded*, P. SPOLAORE, *S.r.l. e offerta al "pubblico"*, cit., 137, anche se nell'ambito di una ricostruzione che ipotizza l'applicazione a questa fattispecie della

6. Il diritto di controllo individuale del socio. Compatibilità con una compagine allargata.

Il problema del bilanciamento tra la tutela del socio *crowdinvestor* e l'esigenza di assicurare la funzionalità della società si pone in maniera particolarmente evidente anche con riguardo al diritto di controllo che l'art. 2476, comma 2, c.c. attribuisce individualmente ad ogni socio non amministratore[668]. Mediante questa disciplina, il legislatore della riforma del 2003 ha avvicinato la s.r.l. alle società di persone, enfatizzando il rilievo che il socio possiede sul piano organizzativo nel tipo s.r.l.[669]

Osservando l'amplissimo tema dalla prospettiva che qui interessa[670], è necessario notare che, senza dubbio, l'ingresso di una moltitudine di soci investitori in una s.r.l. determina una situazione che potrebbe stridere con l'attribuzione indiscriminata ad ogni quotista di prerogative tanto penetranti come quelle di informazione e consultazione previste dall'art. 2476 c.c. Ciò ha indotto una dottrina[671] a ritenere che nella s.r.l. "aperta" i diritti di controllo di cui si discorre «non siano sussistenti» in capo ai soci privi di voto, però a condizione che sia presente un organo di controllo sulla gestione e che a tali soci siano attribuiti almeno i diritti di consultazione che l'art. 2422 c.c. riconosce agli azionisti[672], e in ogni caso facendo salva la diversa disposizione

---

disciplina dei fondi di investimento chiusi. Con riferimento alla s.r.l. ordinaria, la tesi "intermedia" è sostenuta, tra gli altri, da: P. ABBADESSA, *La voice dei soci nella gestione della s.r.l.*, in *Rivista di diritto societario*, 2012, 2, 190 ss.; M. CIAN, *Le decisioni dei soci*, cit., 1346, secondo il quale la deroga è ammessa anche quando la stessa facoltà di avocazione sia attribuita come diritto "particolare" a determinati soci. Sul tema, v. anche C. IBBA, *Società pubbliche e riforma*, cit., 17.

[668] Come osservano E. FREGONARA, M. CAVANNA, *Il controllo dei soci*, in M. IRRERA (diretto da), *Diritto del governo delle imprese*, 2° ed, Torino, 2020, 397, il tema dei diritti individuali di controllo costituisce un «nodo centrale» del diritto societario, perché «all'esigenza del socio non amministratore di essere informato sugli affari sociali si contrappone quella dell'ente di […] evitare pericolose divulgazioni che minerebbero l'efficienza della stessa società sul mercato». Sulla difficoltà di conciliare l'apertura della società con i pervasivi poteri di informazione, controllo e reazione che la legge attribuisce individualmente ai soci, v., tra gli altri, E. PEDERZINI, F. DE GOTTARDO, *Incentivi e ostacoli al finanziamento delle PMI s.r.l. sui mercati dei capitali*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2022, 2, I, 298.

[669] E. FREGONARA, M. CAVANNA, *Il controllo dei soci*, cit., 398; G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, cit., 1105.

[670] La letteratura sul tema è vastissima e nel presente paragrafo si prendono in considerazione solo gli aspetti più rilevanti al fine di valutare come il diritto di controllo possa declinarsi nell'ambito della s.r.l. finanziata tramite *crowdfunding*.

[671] O. CAGNASSO, *La s.r.l. piccola e media impresa (P.M.I.)*, cit., 118, la cui posizione è rimasta minoritaria.

[672] L'art. 2422 c.c. consente agli azionisti di consultare il libro dei soci e il libro delle adunanze e delle deliberazioni assembleari, previsti dai numeri 1) e 3) dell'art. 2421 c.c.

statutaria[673]. Si tratta di una posizione che privilegia in maniera automatica l'esigenza di evitare turbative dell'efficiente funzionamento della società grazie alla sterilizzazione della *voice* dei soci investitori "minimi"; ciò, anche sul presupposto che questi ultimi non abbiano né bisogno né interesse a disporre del diritto di controllo individuale[674].

In linea con l'impostazione già adottata nel resto del presente lavoro, si ritiene di escludere una soluzione che, per la sola ragione che una società abbia compiuto un'offerta di *crowdfunding*, modifichi di *default* il contenuto della posizione dei soci (privandola del controllo individuale)[675]. D'altra parte, non è rinvenibile alcun dato normativo dal quale sia possibile inferire che l'attribuzione del diritto di controllo ai singoli soci sia ontologicamente incompatibile con la numerosità della compagine sociale[676], con la "apertura" al mercato[677] o con la presenza di soci animati dal mero

[673] La posizione è motivata, tra l'altro, anche in ragione degli strumenti di *disclosure* previsti dalla disciplina del *crowdfunding* (allora il riferimento era alla disciplina italiana, ma ora può valere per quella europea) a favore degli investitori; strumenti «che possono soddisfare le esigenze di informazione, in modo conoscibile a tutti attraverso il *web*, con un contenuto idoneo ad indirizzare l'investitore nelle sue scelte» (O. CAGNASSO, *La s.r.l. piccola e media impresa (P.M.I.)*, cit., 118).

[674] Cfr. 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 M. IRRERA (a cura di), *La società a responsabilità limitata*, cit., 115.

[675] Escludere che la privazione dei diritti di controllo in capo ai *crowdinvestor* avvenga di *default* è opinione condivisa dalla dottrina maggioritaria che si è pronunciata sul tema della s.r.l.: cfr. S. FORTUNATO, *La società a responsabilità limitata*, cit., 119 (*sub* nota 17), 120 e 235, ove l'affermazione che «sono ora possibili "s.r.l. aperte", ma pur sempre nei limitati ambiti tipologici che tendono a dare rilievo essenziale alla presenza negoziale del socio. Il singolo socio permane direttamente interessato agli affari sociali e all'andamento degli stessi»; A. MONTEVERDE, *Note minime sul voto dei soci nella s.r.l.*, cit., 1012, il quale – se si è ben compreso – sembra giungere a questa conclusione all'esito di un ragionamento nel quale ha ritenuto che i soci di s.r.l. "aperta" mantengono sostanzialmente tutte le prerogative che sono connaturate alla loro posizione; I. CAPELLI, *Il controllo individuale del socio di s.r.l. Il modello legale*, Milano, 2017, 120 ss. e 227 ss., che ricostruisce la disciplina del controllo individuale presupponendo che i *crowdinvestor* ne siano dotati; ID., *Il controllo dei soci*, in V. DONATIVI (diretto da), *Trattato delle società*, Tomo III, Torino, 2022, 596 ss.; F. FIECCONI, *Il controllo dei soci*, cit., 537 s. e 540 ss. Invece, diversità di opinioni si riscontrano – come si dirà nel par. 6.2 – in merito alla comprimibilità, o meno, del diritto di controllo in via statutaria.

[676] Basti considerare che non è previsto alcun limite al numero dei soci di una s.r.l., sicché il legislatore non pare aver escluso la possibilità – pur poco frequente – che la compagine di tali società sia particolarmente vasta. Sul rapporto tra tipi sociali e numero dei soci, v. M. STELLA RICHTER jr, *Prime notazioni sul numero dei soci*, in U. MORERA, G. OLIVIERI, M. STELLA RICHTER jr (a cura di), *La rilevanza dei numeri nel diritto commerciale*, Milano, 2001, 73; G. PERONE, *Il tipo di società: profili di rilevanza del dato numerico*, *ivi*, 92 ss.

[677] N. BACCETTI, *Informazione e postergazione*, cit., 713; R. GUIDOTTI, L. ORCIANI, *Sui diritti di controllo del socio nella s.r.l. aperta*, in *Rivista di diritto societario*, 2022, 3, 523 s.: «per avallare una simile tesi e consentire la disapplicazione di tale istituto occorre a rigore recuperare un espresso od implicito, generale o specifico, suffragio nel diritto positivo, non essendo verosimilmente sufficiente far riferimento alla sua incompatibilità ontologica con l'apertura al mercato. Più in particolare non vi è traccia né di una norma generale di rinvio previo vaglio di compatibilità alla piattaforma normativa

intento di compiere un investimento finanziario[678]. Inoltre – come è stato già illustrato[679] – non è agevole riconoscere una lacuna in materia dei controlli nella s.r.l., sicché l'applicazione analogica della disciplina prevista per la s.p.a. richiederebbe la non scontata individuazione di una lacuna "assiologica", con le descritte conseguenze in termini di minore certezza del diritto e di perdita di autonomia della s.r.l. nei confronti della s.p.a.[680]

6.1. Il diritto di controllo nella s.r.l. "aperta" secondo la disciplina del modello legale.

Dunque, la disciplina del modello legale della s.r.l., anche nella sua versione "aperta", attribuisce il diritto di controllo ad ogni socio non amministratore (salva l'eventuale derogabilità statutaria dell'art. 2476, comma 2, c.c., sulla quale ci si interrogherà nel prossimo paragrafo). Ciò, come si è detto, potrebbe creare attriti con l'esigenza di tutelare l'efficiente funzionamento della società, ed è anche per questo motivo che alcuni autori auspicano un intervento legislativo in materia[681].

Peraltro, si deve riconoscere che l'offerta di quote dotate dei diritti di controllo individuali non comporta necessariamente un nocumento per la società, ben potendo

---

comune della s.r.l. oppure a quella della s.p.a., né di una norma specifica che consenta di applicare l'art. 2422 c.c. in luogo dell'art. 2476, 2° comma, c.c. Deve pertanto presumersi che sia stato proprio il legislatore ad effettuare la scelta di mantenere fermi i diritti di controllo anche nel modello aperto, malgrado le connesse criticità, evidentemente non adeguatamente ponderate ovvero del tutto ignorate»; F. BRIZZI, *S.r.l. PMI e offerta al pubblico*, cit., 290, il quale, inoltre, sottolinea (a pag. 292) l'opportunità di consentire alle s.r.l. di strutturare liberamente le quote da offrire sui portali (quindi senza considerarle necessariamente prive del diritto di controllo), poiché in tal modo si diversifica l'offerta dei prodotti finanziari ed è più facile intercettare gli interessi di un maggior numero di investitori.

[678] La legge non esclude affatto che la s.r.l., anche nella sua versione "tradizionale", possa essere utilizzata per veicolare l'investimento di soci, in ipotesi anche numerosi, mossi da esclusivi interessi finanziari: G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, cit., 105 s., che sviluppa uno spunto rinvenibile in C. ANGELICI, *La riforma delle società*, cit., 63.

[679] Cap. II, par. 3 e 4.

[680] Peraltro (riprendendo quanto si è già detto nel cap. II, par. 3), non è affatto scontata anche l'individuazione dell'*eadem ratio* che giustificherebbe tale applicazione analogica: infatti, se si guarda all'esigenza di tutelare l'efficienza della società, non può trascurarsi che il legislatore, non avendo posto un limite al numero di soci nella s.r.l., ha ritenuto che il diritto di controllo individuale possa convivere con compagini eventualmente numerose; se invece si guarda alla tutela del socio investitore, è evidente che privarlo di tale diritto arrecherebbe un *vulnus* alla possibilità di proteggere i suoi interessi, a maggior ragione in società che non sono dotate di un mercato secondario. Sembrerebbe da escludersi, in altri termini, l'esistenza di un *need of protection* tale da giustificare l'importazione nel tipo s.r.l. di regole della s.p.a.: cfr. G. PRESTI, *Vent'anni vissuti pericolosamente. TUF e codice civile: una convivenza difficile*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2019, 2, 487.

[681] Cfr. N. ABRIANI, *I controlli*, cit., 2061.

invece costituire un elemento attrattivo per gli investitori e così contribuire alla buona riuscita della campagna di *crowdfunding*[682]. Se tale osservazione è senza dubbio valida con riguardo agli investitori professionali che operano sui portali[683], non si può escludere che lo sia anche per quei *crowdinvestor* "al dettaglio" particolarmente interessati a monitorare la gestione e ad esercitare le proprie prerogative di *voice*[684]. Ciò appare plausibile anche in ragione delle difficoltà che presenta il disinvestimento di partecipazioni di s.r.l., circostanza che è ragionevole bilanciare con maggiori prerogative spendibili nei rapporti societari[685]. Non si condividono, quindi, quelle posizioni di chi, dando per scontato il movente meramente finanziario che anima i *crowdinvestor*, ritiene che essi siano in ogni caso disinteressati ai diritti di controllo individuali[686]. D'altronde, assumendo che la maggior parte dei *crowdinvestor* "al dettaglio" sottoscriva quote senza voto, è facile osservare che, per un verso, non si può ritenere che la privazione del diritto di voto implichi necessariamente la privazione dei diritti di controllo[687], per altro verso, proprio la privazione del diritto di voto può costituire un fattore che, a maggior ragione, fa sorgere l'esigenza di disporre di incisivi strumenti di monitoraggio per tutelare l'investimento[688]. Inoltre, il fatto che le s.r.l. che

[682] F. BRIZZI, *S.r.l. PMI e offerta al pubblico*, cit., 291, che riscontra come, sotto questo profilo, la s.r.l. disponga di un vantaggio competitivo rispetto alla s.p.a., potendo soddisfare gli investitori più esigenti sul piano della *voice*. Si può riscontrare un *trade-off* tra la scelta di comprimere i diritti individuali dei soci al fine di favorire l'efficienza della società e quella di conservare quelle prerogative in capo ai soci al fine di attirare più investitori (cfr. P. BUTTURINI, *I diritti del socio di s.r.l. e l'autonomia*, cit., 17 *sub* nota 54).

[683] Per il rilievo che i fondi di investimento sono particolarmente interessati al "monitoraggio" e, quindi, attribuiscono grande valore ad una prerogativa come il diritto di controllo individuale, v. V. DONATIVI, *Strumenti di corporate governance*, cit., 208 ss.

[684] V. cap. III par. 2.1. Tra l'altro, l'offerta di quote dotate del diritto di controllo potrebbe indurre gli investitori al dettaglio più esperti, e verosimilmente più *wealthy*, ad investire somme più elevate.

[685] Cfr. F. BRIZZI, *S.r.l. PMI e offerta al pubblico*, cit., 292. In generale, sui rapporti tra diritti di *exit* e di *voice*, configurabili in maniera tale che la riduzione dei primi richieda, per assicurare tutela ai soci, il potenziamento dei secondi, v. C. ANGELICI, *La riforma delle società*, cit., 85 ss.

[686] L'opinione si trova espressa da parte di diversi autori: v., fra gli altri, I. POLLASTRO, *Il voto condizionato*, cit., 230 s.; C. RINALDO, *La multiformità della s.r.l.*, cit., 1545; G.A. POLICARO, *Dalle s.r.l. emittenti sui portali*, cit., 115.

[687] Non a caso, anche chi (M. SPERANZIN, *Partecipazioni senza diritto di voto*, cit., 211 ss.; ID., *S.r.l. piccole-medie imprese tra autonomia statutaria*, cit., 350 s.) considerava possibile la creazione di quote senza voto nella s.r.l. ordinaria (prima dell'introduzione della disciplina sulle categorie di quote di cui al d.l. 179/2012) non riteneva che tale privazione dovesse comportare anche l'ablazione delle altre prerogative di *voice*.

[688] R. SACCHI, *Note a margine*, cit., 630. Si ribadisce quanto si è già detto in vari passaggi di questo paragrafo e di quelli precedenti: se la preoccupazione di chi studia il *crowdfunding* è quella di fornire adeguate tutele agli investitori, questo risultato non può raggiungersi spogliandoli di ogni prerogativa (si

non superano le soglie di cui all'art. 2477 c.c. non siano necessariamente tenute a nominare l'organo di controllo interno costituisce ragione ulteriore per ritenere che non si possa privare i *crowdinvestor* del controllo individuale, onde evitare di privarli di qualsivoglia tutela sul piano dei rapporti interni[689]. Anche la reintroduzione del controllo giudiziario in tutte le s.r.l. (art. 2477, comma 7, c.c., che rinvia all'art. 2409 c.c.) induce a ritenere che i soci di minoranza debbano disporre dei poteri di controllo, altrimenti avrebbero grave difficoltà nel reperire gli elementi necessari a fondare l'azione *ex* art. 2409 c.c.[690] e non potrebbero neanche contare sull'esercizio di quest'azione da parte dell'organo di controllo[691].

D'altro canto, se i soci di controllo compiono una campagna di *crowdfunding*, è presumibile che essi ritengano di poter gestire l'impatto dei *crowdinvestor* predisponendo un'adeguata organizzazione della società. Allora, il profondo mutamento degli equilibri partecipativi che comporta un'offerta di *crowdfunding* impone un supplemento di analisi relativo alle modalità con cui la previsione dell'art. 2476, comma 2, c.c. possa convivere con la nuova configurazione "allargata" della compagine sociale.

Invece di elidere il controllo individuale dai diritti spettanti al *crowdinvestor*, è opportuno che la società si mostri "pronta" ad accogliere i nuovi soci investitori. In generale, spetta agli amministratori il compito di gestire con diligenza ed equilibrio le richieste di informazione e di accesso provenienti da tutti i quotisti[692]; ma, soprattutto, gli amministratori dovrebbero agire sul piano degli assetti organizzativi, adeguandoli

---

pensi al diritto di intervento, alla legittimazione ad impugnare le delibere assembleari, al diritto di controllo individuale). Cionondimeno, un intervento del legislatore sul punto sarebbe più che opportuno.

[689] Cfr. F. FIECCONI, cit., 542 s., secondo la quale la privazione del diritto di controllo potrebbe avvenire solo per espressa disposizione del legislatore, che però dovrebbe anche correlativamente imporre l'organo di controllo nelle s.r.l. sotto-soglia.

[690] E stesso discorso vale per l'azione di responsabilità, è il cui esercizio è quantomeno ostacolato dall'impossibilità di reperire informazioni mediante i diritti di controllo.

[691] F. FIECCONI, *Il controllo dei soci*, cit., 535, 548. Non a caso, le ricostruzioni che intendono privare i soci investitori delle loro prerogative di potere (diritti di controllo, legittimazione all'esercizio dell'azione di responsabilità, legittimazione all'esercizio della denunzia al tribunale) si fondano quasi sempre sul presupposto che la s.r.l. sotto-soglia nomini l'organo di controllo, al fine di non privare di qualsiasi tutela questa tipologia di soci. In senso contrario, v. E. DESANA, *PMI innovative*, cit., 73 *sub* nota 43, secondo la quale invece la reintroduzione del controllo giudiziario potrebbe giustificare un ripensamento dei poteri di controllo del socio *ex* art. 2476, comma 2, c.c.

[692] I. CAPELLI, *Il controllo dei soci*, in V. DONATIVI (diretto da), *Trattato delle società*, Tomo III, Torino, 2022, 599 s.; ID., *Il controllo individuale del socio di s.r.l.*, cit., 230, secondo la quale «la costante presenza del diritto individuale di controllo caratterizza, in ogni caso, il modello organizzativo, incidendo sullo svolgimento dell'attività amministrativa ed esigendo che gli amministratori adeguino il proprio operato alle circostanze […]».

alle nuove esigenze[693], anche mediante la predisposizione di procedure e strutture (si pensi all'istituzione della figura di un responsabile o di un ufficio *ad hoc*) che snelliscano il processo di evasione delle richieste[694]. Così si consentirebbe, da un lato, ai *crowdinvestor* di avanzare le proprie richieste agevolmente, ricevendo riscontro in tempi congrui, e, dall'altro, ai gestori di far fronte a tali richieste senza compromettere l'efficienza dell'organismo[695]. In altri termini, non si può escludere che l'accesso di una s.r.l. al *crowdfunding*, allargandone notevolmente la compagine sociale, richieda una nuova articolazione degli uffici amministrativi per renderli adeguati a soddisfare l'interesse tanto degli investitori quanto della società[696].

Anche in presenza della struttura organizzativa ipotizzata, bisogna comunque considerare che il diritto di controllo *ex* art. 2476 c.c. potrebbe risultare sovradimensionato rispetto alle reali esigenze di almeno una parte dei *crowdinvestor*, nonché alle loro competenze (nell'analizzare i documenti più tecnici) e alla loro disponibilità di spesa in termini di tempo e denaro (si pensi al costo del professionista che andrebbe incaricato di eseguire la consultazione, costo che potrebbe risultare poco giustificato se raffrontato all'esiguo valore della quota sovente sottoscritta da questi investitori)[697]. Un meccanismo per ovviare a questo problema potrebbe essere quello di

---

[693] I. CAPELLI, *Il controllo individuale del socio di s.r.l.*, cit., 226; ID., *Il controllo dei soci*, cit., 595.

[694] In generale, si pensi alla predisposizione di moduli, cartacei o telematici, per la richiesta di informazioni secondo modalità prestabilite e alla predisposizione di un responsabile o di un ufficio *ad hoc*, eventualmente con giorni e orari di servizio predeterminati, per rispondere direttamente alle richieste provenienti dai soci o, nei casi più complessi, per coadiuvare gli amministratori nell'attività di risposta: v. N. ABRIANI, *I controlli*, cit., 2059, con riferimento alla predisposizione, da parte degli amministratori, di una *data room* e all'individuazione di un responsabile a cui i soci possano rivolgere ulteriori richieste; F. FIECCONI, *Il controllo dei soci*, cit., 561; I. CAPELLI, *Il controllo dei soci*, cit., 595 *sub* nota 406; F. BRIZZI, *S.r.l. PMI e offerta al pubblico*, cit., 320.

[695] Cfr. I. CAPELLI, *Il controllo individuale del socio di s.r.l.*, cit., 226, e, più di recente, ID., *Il controllo dei soci*, cit., 595.

[696] F. BRIZZI, *S.r.l. PMI e offerta al pubblico*, cit., 320; I. CAPELLI, *Il controllo individuale del socio di s.r.l.*, cit., 226; ID., *Il controllo dei soci*, cit., 595. A motivare l'esigenza di adeguare agli assetti organizzativi alla nuova situazione non è tanto il mutamento della «natura» dell'impresa, da "chiusa" a "aperta" (come suggerirebbe O. CAGNASSO, *La società a responsabilità limitata "aperta"*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2021, 8-9, 2031), quanto invece l'incremento dimensionale che si registra sia in termini patrimoniali (perché è indubbio che nuovi apporti per una cifra che può arrivare fino a 5 milioni di euro rappresentino un incremento patrimoniale non trascurabile per una "giovane" *start-up* innovativa o una PMI), sia, soprattutto, in termini di numero di soci (che, per lo stesso O. CAGNASSO, *Tipi societari, categorie, "varianti" e la rilevanza delle dimensioni dell'impresa. Il "caso" del bilancio in forma abbreviata*, in *Giurisprudenza italiana*, 2016, 11, 2534, costituisce «un indice indiretto di natura qualitativa concernente la dimensione dell'impresa»).

[697] Cfr. I. CAPELLI, *Il controllo individuale del socio di s.r.l.*, cit., 120 e 227, che fa riferimento soprattutto ai *crowdinvestor* che usufruiscano del sistema alternativo di intestazione e circolazione della

incaricare gli amministratori di fornire periodicamente un determinato *set* informativo ai soci, sicché questi non debbano necessariamente esercitare il diritto di controllo per ottenere almeno le informazioni più importanti sulla società[698]. Tuttavia (rinviando al prossimo paragrafo su come questo risultato possa raggiungersi mediante l'autonomia statutaria), un tale dovere in capo agli amministratori non è riscontrabile nella disciplina della s.r.l.[699] In ottica *de iure condendo* – è stato osservato[700] – si potrebbe però

quota di cui all'art. 100-*ter* Tuf, ma con un discorso che può estendersi in generale a tutti i *crowdinvestor*; S. GUIZZARDI, *L'impresa start up innovativa*, cit., 585.

[698] Cfr. I. CAPELLI, *Il controllo individuale del socio di s.r.l.*, cit., 122 *sub* nota 89: «la situazione in cui si trovano i quotisti a seguito di un'operazione di un'operazione di *equity based crowdfunding*, cui è seguita l'opzione per la "dematerializzazione" della quota, non è realisticamente tutelata per mezzo di un diritto individuale la cui attivazione implichi un impegno non indifferente del socio, anche in termini di competenze da spendere per individuare quali informazioni richiedere e quali documenti consultare al fine di un efficace esercizio del diritto; in questi casi, il quotista risulterà meglio tutelato ricorrendo alla previsione di un dovere di comunicare informazioni predeterminate, al verificarsi di talune specifiche circostanze legislativamente previste».

[699] È stato però ipotizzato (da I. CAPELLI, *Il controllo individuale del socio di s.r.l.*, cit., 121 s., testo e note 88 e 90; e cfr. F. BRIZZI, *S.r.l. PMI e offerta al pubblico*, cit., 297 *sub* nota 153) che si potrebbe eventualmente applicare analogicamente alla s.r.l. "aperta" alcune norme che nell'ambito della s.p.a. prevedono ipotesi tipiche in cui, in occasione del compimento di particolari operazioni, gli azionisti devono *necessariamente* ricevere determinate informazioni. Si fa riferimento alla disciplina dettata dai seguenti articoli: art. 2437-*ter*, comma 5, c.c., in base al quale i soci devono conoscere il valore di liquidazione delle azioni nei quindici giorni che precedono l'assemblea (previsione assente nell'ambito della s.r.l.); art. 2343-*bis* c.c., in base al quale gli amministratori devono informare i soci circa gli "acquisti pericolosi" che intendono compiere, al fine di ottenere l'autorizzazione da parte dell'assemblea (previsione riprodotta in maniera simile per la s.r.l. dall'art. 2465, comma 2, c.c., ma con la rilevante differenza che, in questo caso, ne è prevista espressamente la derogabilità); art. 2446, comma 1, c.c., in base al quale gli amministratori devono depositare, presso la sede della società, la relazione sulla situazione patrimoniale con le osservazioni del collegio sindacale, almeno otto giorni prima dell'assemblea convocata per adottare i provvedimenti opportuni per far fronte alla riduzione del capitale per perdite (previsione riprodotta in maniera simile per la s.r.l. dall'art. 2482-*bis*, comma 2, c.c., ma, anche in questo caso, prevedendone espressamente la derogabilità). Si tratta di tre casi nei quali l'interesse a "ricevere informazioni" dei soci di s.p.a. è sempre e *necessariamente* tutelato, mentre l'equivalente interesse dei soci di s.r.l. non è tutelato, o è tutelato in maniera meno intensa (essendo *facoltà* dello statuto rimuovere tale tutela), in ragione del fatto che il quotista ha ampie possibilità di accedere a quelle informazioni autonomamente, esercitando il diritto di controllo individuale. L'interpretazione analogica prospettata sembra basarsi sulla circostanza che queste norme, poste a tutela dei soci della s.p.a., sono ispirate all'idea che nella compagine di una società azionaria è probabile riscontrare azionisti privi della qualifica, tipica invece dei quotisti di s.r.l., di socio-imprenditore coinvolto nella gestione (cfr. P. BUTTURINI, *I diritti del socio di s.r.l. e l'autonomia*, cit., 173).

[700] I. CAPELLI, *Il controllo individuale del socio di s.r.l.*, cit., 121 ss., la quale, ipotizzando un "diritto ad essere informato" nell'accezione utilizzata da R. COSTI, *Note sul diritto di informazione e di ispezione del socio*, in *Rivista delle società*, 1963, 1, 66, immagina una situazione in cui «gli amministratori forniscono notizie in forza di un dovere di comunicazione inerente al loro ufficio, prescindendo da una specifica istanza del socio che, appunto, in questo caso agisce in virtù del proprio "diritto all'informazione"».

immaginare un "diritto a essere informato" in aggiunta al, o anche in sostituzione del, diritto di controllo individuale, in capo ai soci-investitori di s.r.l[701].

Sempre nell'ottica di valutare i potenziali effetti destabilizzanti che l'esercizio del diritto di controllo da parte di una moltitudine di *crowdinvestor* può produrre su una s.r.l., ci si potrebbe chiedere quali argini incontri questo diritto. Ovviamente, esso incontra i limiti generali che informano l'ordinamento giuridico, e quindi il suo esercizio, pur non richiedendo l'allegazione di una motivazione, né la prospettazione delle azioni che eventualmente il socio intenda promuovere sulla base delle risultanze del controllo[702], incontra il limite della buona fede e della correttezza[703], canoni che devono ispirare il comportamento di entrambe le parti interessate[704]. Inoltre, la peculiare

[701] Nella direzione di prevedere obblighi informativi degli amministratori nei confronti dei soci tanto di s.p.a. quanto di s.r.l., nonostante questi ultimi dispongano di penetranti strumenti di monitoraggio sulla gestione che gli consentirebbero di ottenere informazioni autonomamente, si è mosso anche il Codice della crisi, il cui art. 120-*bis*, comma 3, impone agli amministratori di «informare i soci dell'avvenuta decisione di accedere a uno strumento di regolazione della crisi e dell'insolvenza e a riferire periodicamente del suo andamento». Come osservano R. GUIDOTTI, L. ORCIANI, *Sui diritti di controllo del socio nella s.r.l. aperta*, cit., 505 s., «il tema ovviamente ha maggior interesse pratico nella s.p.a. dove non esistono gli ampli diritti di controllo (informazione e ispezione) dei soci che non partecipano all'amministrazione come nella s.r.l».

[702] Di «facoltà "fine a sé stessa"» discorre M. BUSSOLETTI, *I diritti di controllo e di azione del socio di s.r.l.*, in *Rivista del diritto commerciale*, 2021, 1, 29 s. Nello stesso senso, S. FORTUNATO, *La società a responsabilità limitata*, cit., 237.

[703] Sull'individuazione dei canoni di buona fede e correttezza come limiti generali all'esercizio dei diritti di controllo, la dottrina e la giurisprudenza sono sostanzialmente unanimi: per tutti, v. S. FORTUNATO, *I controlli nella riforma delle società*, in *Società*, 2003, 2-*bis*, 306; ID., *La società a responsabilità limitata*, cit., 235 ss.; G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, cit., 1112; M. BUSSOLETTI, *I diritti di controllo*, cit., 29 s.

[704] N. ABRIANI, *I controlli*, cit., 2048. Pertanto, nel segno della leale e reciproca collaborazione, il socio deve esercitare il controllo in modo proporzionato rispetto alla situazione contingente (Corte app. Milano, 13 febbraio 2008, in *Società*, 2009, 2, 205, con nota di C. DI BITONTO, relativa a un caso in cui, nonostante gli amministratori avessero correttamente messo a disposizione dei soci il bilancio e gli allegati con un congruo anticipo rispetto all'assemblea di approvazione del bilancio, un socio, non avendo consultato tali documenti per propria omissione, ha chiesto di esaminarli nel corso dell'assemblea: la richiesta del socio, secondo la sentenza, «si appalesa ingiustificata e defatigatoria, oltre che incompatibile con il corso normale di svolgimento della riunione e con le sue finalità. Invero […], nella fattispecie, la richiesta del socio non era finalizzata ad analizzare o verificare un qualche dato, bensì intesa a sopperire […] ad un difetto di previa conoscenza imputabile al solo richiedente») e alle proprie reali esigenze informative, con modalità non ostruzionistiche o emulative (G.M. BUTA, *I controlli*, cit., 251; G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, cit., 1112; R. GUIDOTTI, L. ORCIANI, *Sui diritti di controllo del socio nella s.r.l. aperta*, cit., 510), e deve utilizzare le informazioni acquisite mantenendone la riservatezza (Trib. Milano, 29 settembre 2015, in *Società*, 2016, 6, 699, con nota di E.E. BONAVERA, ove si riconosce la «liceità del solo utilizzo endosocietario della documentazione»); invece, gli amministratori devono attivarsi prontamente per adempiere alla richiesta del socio (N. ABRIANI, *I controlli*, cit., 2048), potendo il loro comportamento, nei casi più gravi, integrare persino la fattispecie penale di cui all'art. 2625 c.c., che punisce «gli amministratori che, occultando documenti o con altri idonei artifici, impediscono o comunque ostacolano lo svolgimento delle attività di controllo legalmente

conformazione degli assetti partecipativi della s.r.l. "aperta" potrebbe portare a domandarsi se non sia possibile, nell'ambito di questa "versione" della s.r.l., restringere i confini del diritto di controllo, eventualmente ritenendo che la presenza di un elevato numero di soci *crowdinvestor* giustifichi un'interpretazione più rigida del possibile oggetto del controllo. A tal proposito, all'oggetto di questo diritto si potrebbero riconoscere dei limiti intrinseci[705], rinvenibili nella stessa formulazione della norma, secondo la quale il diritto di consultazione inerisce ai soli «documenti relativi all'amministrazione»[706]. Ulteriori limiti, poi, potrebbero essere posti da diversi valori protetti dall'ordinamento[707], come la *privacy*, la dignità della persona e la segretezza del *know how*[708]. Tali valori possono legittimare la mancata ostensione di documenti o il

attribuite ai soci o ad altri organi sociali» (cfr. S. FORTUNATO, *La società a responsabilità limitata*, cit., 236).

[705] G. PRESTI, *Il diritto di controllo*, cit., 656; N. ABRIANI, *I controlli*, in C. IBBA, G. MARASÀ (a cura di), *Le società a responsabilità limitata*, vol. II, Milano, 2020, 2045 ss. *Contra*, G.M. BUTA, *I controlli*, cit., 251 s., secondo la quale non è possibile individuare una sfera di notizie a cui il socio non può accedere.

[706] L'espressione «documenti relativi all'amministrazione», utilizzata dalla disposizione dell'art. 2476, comma 2, c.c. per perimetrare il diritto di consultazione, risulta più specifica rispetto a quella utilizzata per il diritto di informazione («notizie sullo svolgimento degli affari sociali») e quindi sembra escludere i documenti inerenti all'attività di impresa in senso stretto, tra cui, ad esempio, quelli relativi al *know how* procedimentale necessario per la realizzazione di un prodotto (N. ABRIANI, *I controlli*, cit., 2047). Come è stato osservato da attenta dottrina, «non sembra […] sufficiente che qualcosa sia incorporato in un documento nella disponibilità della società perché il socio abbia il diritto di consultarlo, occorrendo invece che, inoltre, esso sia relativo all'amministrazione. Tale distinzione, tuttavia, risulta assai difficile da definire; giacché ambiguo è proprio il riferimento all'amministrazione». Il socio ha certamente diritto di consultare «tutti i documenti funzionali a controllare l'esattezza […] della contabilità sociale, anche in via di formazione: in definitiva, oltre ai libri sociali e alle scritture contabili, anche tutti i documenti a essi sottostanti (p.e. contratti, fatture, pagamenti ricevuti ed effettuati, corrispondenza, atti giudiziali e stragiudiziali)». Invece, non sono relativi all'amministrazione «i documenti che costituiscono il risultato della gestione dell'impresa (p.e. in una società di progettazione i disegni e le tavole predisposte per il cliente) […]. D'altro canto, per tale area di "non consultabilità" residua pur sempre il diritto dei soci di avere degli amministratori notizie sullo svolgimento degli affari sociali con i conseguenti rimedi, anche individuali, in caso di risposte incongrue o evasive» (G. PRESTI, *Il diritto di controllo*, cit., 657, donde sono tratti i periodi citati; e, in senso adesivo, N. ABRIANI, *I controlli*, cit., 2045 s.). In senso analogo, escludendo che il *know how* possa essere considerato "relativo all'amministrazione", A. BERTOLOTTI, *Il diritto di controllo dei soci di s.r.l. estranei all'amministrazione*, in *Giurisprudenza italiana*, 2015, 10, 2145; E. FREGONARA, *Il controllo del socio di s.r.l.: legittimazione e limiti all'esercizio*, in *Giurisprudenza italiana*, 2022, 11, 2443 *sub* nota 28.

[707] In questo senso, N. ABRIANI, *I controlli*, cit., 2046.

[708] Si noti che la preclusione della possibilità di conoscere il *know how* risulta particolarmente opportuna nelle società che hanno aperto la propria compagine a un ampio numero di soci *crowdinvestor*, come emerge dall'osservazione di A. BERTOLOTTI, *Il diritto di controllo*, cit., 2148: «si ipotizzi una s.r.l. produttrice di una particolare bevanda di grande successo: sarebbe ragionevole pensare che la formula che ne consente la produzione, da sempre custodita in cassaforte, fosse accessibile a tutti i suoi soci?». Similmente, già G. PRESTI, *Il diritto di controllo*, cit., 657, secondo il quale, qualora il socio richiedesse di accedere al contratto di licenza delle ricette chimiche di una società che si occupa di tintura di pelli,

mascheramento dei dati "sensibili" in essi contenuti[709]; cautele, queste, che a maggior ragione sembrano legittime, e persino doverose[710], quando il socio richiedente si trovi in conflitto di interessi con la società[711] (evenienza ancor più verosimile proprio quando la società ha offerto le quote *ad incertam personam* tramite i portali di *crowdfunding*[712]). Inoltre, dall'oggetto del diritto di controllo dovrebbe potersi escludere anche la facoltà per il socio di compiere autonomamente ispezioni nelle strutture aziendali e, ad esempio, interrogare dipendenti che non siano stati a ciò espressamente delegati dagli amministratori[713].

«fermo restando il diritto del socio di verificare gli altri elementi contrattuali, potrà essere oscurata la parte tecnica relativa al *know how*». Cfr. R. GUIDOTTI, *Ancora sui limiti all'esercizio dei diritti di controllo nella s.r.l. e sul (preteso) diritto di ottenere copia dei documenti consultati*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2008, 1, 222 s., che, valorizzando gli artt. 98 e 99 d.lgs. 10 febbraio 2005, n. 30 (Codice della proprietà industriale), ritiene sia possibile individuare un confine oggettivo del diritto di controllo in quelle informazioni aziendali ed esperienze tecnico-industriali, comprese quelle commerciali (corrispondenti alla generale nozione di *know how*), di cui all'art. 98 c.p.i. Peraltro, di recente, R. GUIDOTTI, L. ORCIANI, *Sui diritti di controllo del socio nella s.r.l. aperta*, cit., 510 s., non escludono che il nuovo art. 121-*ter* c.p.i., relativo alla «tutela della riservatezza dei segreti commerciali nel corso dei procedimenti giudiziari», possa trovare applicazione anche al contesto di cui qui si tratta.

[709] Trib. Napoli, 31 luglio 2018, in *Società*, 2019, 6, 691, con nota di G. MELE, *Il diritto di controllo del socio di s.r.l.: dalla buona fede alle esigenze meritevoli di tutela*; Trib. Milano, 28 novembre 2016, in *Società*, 2017, 5, 544, con nota di F. ATTANASIO, *Sul bilanciamento tra il diritto di accesso del socio di S.r.l. e le esigenze di riservatezza della società*; Trib. Milano, 13 aprile 2018, in *IUS Societario* (12 settembre 2018); Trib. Milano, 15 giugno 2015, in *Giurisprudenza italiana*, 2015, 10, 2145, con nota di A. BERTOLOTTI, *Il diritto di controllo dei soci di s.r.l. estranei all'amministrazione*.

[710] Trib. Roma, 9 luglio 2009, in *Foro italiano*, 2010, 7, I, 1972: «Gli amministratori, laddove si presenti un rischio concreto, e non un pericolo astratto, che il socio, in violazione dei principî di correttezza (art. 1175 c.c.) e di buona fede (art. 1375 c.c.), possa utilizzare le informazioni apprese tramite consultazione della documentazione della società cagionando un pregiudizio alla medesima, dovranno quindi rifiutarsi di concedere le consultazioni richieste, in quanto, in caso contrario, essi sarebbero responsabili dei danni eventualmente cagionati alla società». Cfr. M. BUSSOLETTI, *I diritti di controllo*, cit., 32, ove ult. riff., e G.M. BUTA, *I controlli*, cit., 251, ove ult. riff.; E. FREGONARA, M. CAVANNA, *Il controllo dei soci*, cit., 427 s.; R. GUIDOTTI, L. ORCIANI, *Sui diritti di controllo del socio nella s.r.l. aperta*, cit., 510.

[711] Trib. Milano, sez. impr., ord. 29 aprile 2022, in *Giurisprudenza italiana*, 2022, 11, 2435, ove si consente agli amministratori di mascherare preventivare i nominativi di clienti e fornitori. Cfr. G.M. BUTA, *I controlli*, cit., 252, che, pur escludendo che esistano limiti intrinseci all'oggetto del controllo, ritiene che gli amministratori debbano rifiutare di fornire le informazioni o la documentazioni richieste qualora accertino che il socio intenda utilizzarle per fornirle a terzi interessati o comunque per scopi antisociali.

[712] Quelle di cui si tratta sono cautele particolarmente utili quando il socio eserciti un'attività concorrente con quella della società (non essendo riprodotto nella disciplina della s.r.l. l'art. 2301 c.c. che impone il divieto di concorrenza ai soci di s.n.c.): in questa situazione ben potrebbero trovarsi i soci *crowdinvestor*, tra i quali invero è maggiore il rischio che vi siano soggetti intenzionati ad entrare nella società perché mossi da sleali finalità commerciali.

[713] N. ABRIANI, *I controlli*, cit., 2045, che però riconosce (p. 2056) la possibilità per lo statuto di introdurre clausole che autorizzino i soci a compiere ispezioni e sopralluoghi di vario genere. Nello stesso senso, G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, cit., 1108 *sub* nota 159. L'interpretazione

6.2. I limiti dell'autonomia statutaria in materia di diritto di controllo del socio. La derogabilità *in peius*.

Spostando l'attenzione sul piano dell'autonomia statutaria, ci si può domandare entro quali limiti i soci possano prevedere una regolamentazione del diritto di controllo che ritengono più compatibile con le esigenze che sorgono in una s.r.l. "aperta"; cioè una regolamentazione tale da realizzare un soddisfacente bilanciamento tra l'esigenza di assicurare adeguati strumenti di tutela ai soci *crowdinvestor* e quella di limitare gli effetti destabilizzanti che l'esercizio di tali strumenti potrebbe produrre sulla società[714].

Lo statuto senz'altro può indicare le modalità, il luogo e gli orari per soddisfare le richieste di informazione o di consultazione[715]. La scelta relativa ai tempi deve tenere conto dell'interesse della società ad evitare un aggravio ingiustificato per gli amministratori[716], consentendo quindi una più o meno ampia dilazione delle tempistiche di risposta a cui i gestori sono tenuti[717], anche in considerazione delle operazioni che essi devono compiere per il corretto adempimento della richiesta di informazione o di consultazione[718]. Oltre alle clausole appena menzionate, si ritiene possibile introdurne

---

restrittiva indicata nel testo sembra quantomai necessaria in una compagine societaria composta da un numero elevato di *crowdinvestor*.

[714] Cfr. F. FIECCONI, *Il controllo dei soci*, cit., 538: «poiché il legislatore […] nulla dice in proposito, si dovrebbe in linea di principio ritenere che il diritto di controllo del socio non sia stato intaccato anche in questo caso, ma possa ricevere una regolamentazione statutaria interna in grado di garantire un esercizio effettivo, ma nello stesso tempo "efficiente", nell'interesse della società […]».

[715] S. FORTUNATO, *La società a responsabilità limitata*, cit., 236.

[716] Ma ciò non implica che sia preclusa la possibilità di esercitare il diritto in maniera reiterata, a condizione che la reiterazione non sia motivata dal fine di ostacolare l'attività societaria o da altre finalità abusive (v. M. BUSSOLETTI, *I diritti di controllo*, cit., 28).

[717] Cfr. Trib. Civitavecchia, 21 aprile 2004, in *www.dircomm.it*, ove si ordina agli amministratori «di mettere a disposizione delle socie ricorrenti e dei loro consulenti, durante l'orario d'ufficio e previo preavviso telefonico da parte delle medesime di *almeno tre giorni* prima la data fissata per l'accesso» (corsivo aggiunto).

[718] Cfr. Trib. Milano, sez. impr., ord. 29 aprile 2022, reperibile in versione integrale nella banca dati *Onelegale* (e in versione parziale, ove è assente il periodo che di seguito si cita, in *Giurisprudenza italiana*, 2022, 11, 2435, con nota di E. FREGONARA, *Il controllo del socio di s.r.l.: legittimazione e limiti all'esercizio*), ove il Tribunale, riconoscendo l'interesse sociale alla riservatezza (che però «non può di per sé portare ad elidere interamente il potere di controllo»), consente agli amministratori, in presenza di specifici indici di conflitto concorrenziale tra il socio richiedente e la società, di mascherare i "dati sensibili" (nella specie, nominativi di clienti e fornitori) presenti nella documentazione richiesta, e ordina quindi agli amministratori di fornire le informazioni e i documenti richiesti dal socio, ma «previo appuntamento anche telefonico, che tenga conto del tempo necessario per le operazioni di mascheramento di *almeno trenta giorni*» (corsivo aggiunto). Il non trascurabile lasso di tempo indicato dal tribunale (ben

anche altre che in vario modo inducano i soci ad esercitare tale diritto in maniera corretta, limitando il rischio che ne abusino[719]. Inoltre, l'autonomia statutaria potrebbe anche prevedere particolari doveri informativi in capo agli amministratori, sotto forma di diritto dei soci "a ricevere informazioni" periodiche[720]; diritto che si aggiungerebbe

---

trenta giorni) conferma la possibilità di introdurre una regolamentazione del diritto di controllo piuttosto rigorosa (come osserva anche E. FREGONARA nell'opera da ultimo citata, 2444).

[719] Per una rassegna di questo tipo di clausole, v. N. ABRIANI, *I controlli*, cit., 2051; F. FIECCONI, *Il controllo dei soci*, cit., 538 ss. Si pensi a una disposizione statutaria che: subordini l'esercizio del diritto di controllo alla sottoscrizione da parte del socio di un impegno a non divulgare le informazioni e a servirsene solo nei rapporti con gli amministratori e la società (Trib. Milano, ord., 24 dicembre 2013, in *Giurisprudenza italiana*, 2014, 12, 2779, con nota di E. FREGONARA; Trib. Milano, 25 settembre 2019, in *Giurisprudenza italiana*, 2020, 3, 607, con nota di G. GARESIO; *Contra*, Trib. Bologna, 11 dicembre 2012, in *Contratti*, 2013, 2, 193, e in *Società*, 2013, 8-9, 897); imponga ai soci di comunicare preventivamente il nominativo dei consulenti per verificare che siano professionisti soggetti al segreto professionale (tuttavia, tale previsione, come osserva M. BUSSOLETTI, *I diritti di controllo*, cit., 33, non sempre risulta "calzante", perché se è vero che spesso la consultazione di documenti "relativi all'amministrazione" richiede l'intervento di professionisti soggetti al segreto professionale – come avvocati, commercialisti, revisori legali – può ben accadere che in una società impegnata, ad esempio, nel campo agrario o in quello edilizio il professionista in questione sia un agronomo, un architetto o un ingegnere, per il quali non vigono particolari regimi di segreto professionale); vieti ai soci e ai loro consulenti di compiere ispezioni nelle strutture aziendali e di interloquire autonomamente con i lavoratori; preveda l'esclusione per giusta causa del socio che abusi del proprio diritto di controllo, purché tale clausola contenga, come richiesto dall'art. 2473-*bis* c.c., un'indicazione specifica del comportamento che giustifica l'estromissione, come potrebbe essere la divulgazione a terzi delle informazioni raccolte o l'accertato utilizzo di esse in attività concorrenti [G.C.M. RIVOLTA, *Introduzione a un dibattito*, cit., 303; E. FREGONARA, M. CAVANNA, *Il controllo dei soci*, cit., 428; O. CAGNASSO, *Recesso ed esclusione del socio: interessi in gioco e "costi" degli strumenti di tutela*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2003, 2, 367; P. GHIONNI CRIVELLI VISCONTI, *L'esclusione*, in C. IBBA, G. MARASÀ (a cura di), *Le società a responsabilità limitata*, vol. I, Milano, 2020, 1039; N. ABRIANI, *I controlli*, cit., 2056 s., che, correlativamente, ipotizza anche l'introduzione di una causa di recesso della quale possano giovarsi i soci a cui sia stato impedito l'esercizio del diritto di controllo mediante condotte omissive o ostruzionistiche tenute da parte degli amministratori (opinione già espressa in ID., *Controllo individuale del socio e autonomia contrattuale*, cit., 164; in senso adesivo, v. F: FIECCONI, *Il controllo dei soci*, cit., 562 s.; E. FREGONARA, M. CAVANNA, *Il controllo dei soci*, cit., 425)]; imponga il divieto di concorrenza per i soci e l'esclusione per chi lo violi (P. GHIONNI CRIVELLI VISCONTI, *L'esclusione*, cit., 1138; in giurisprudenza, nel senso di ritenere la legittimità di siffatta clausola: Trib. Milano, 10 giugno 2008, in *Rivista di diritto societario*, 2010, 3, 614, con nota di A.M. LO SCHIAVO; Trib. Milano, 13 giugno 2016, in *Società*, 2016, 10, 1075, con nota di V. SALAFIA).

[720] Cfr. N. ABRIANI, *I controlli*, cit., 2058, che ipotizza una clausola statutaria che imponga agli amministratori l'obbligo di «informazione periodica sull'andamento degli affari sociali». Ciò, d'altra parte, pur configurandosi come un ulteriore impegno gravante sui gestori, potrebbe aiutarli nella loro complessa funzione di intermediazione tra diverse istanze, consentendogli di programmare in anticipo, come ordinaria, l'attività informativa rivolta ai soci. Osservazioni di analogo tenore, sulla possibilità di agevolare l'operato degli amministratori mediante una predeterminazione dei loro compiti informativi, anche se con riferimento alla diversa ipotesi consistente nell'attribuzione ad un socio più "importante" di un diritto particolare a ricevere informazioni periodiche, sono svolte da R. SANTAGATA, *Assetti organizzativi adeguati e diritti particolari di "ingerenza gestoria" dei soci*, in *Rivista delle società*, 2020, 5, 1471; V. DONATIVI, *Strumenti di corporate governance*, cit., 213 ss.; ID., *I diritti particolari dei soci*, cit., 849, che sottolinea il «vantaggio di poter così gestire l'onere informativo in modo ordinato e programmato, non essendo costretti a subire richieste estemporanee e di più complessa evasione».

all'ordinario diritto di controllo, che, come si è detto, può risultare sovradimensionato per alcuni *crowdinvestor*[721].

Se quelle appena descritte sono ipotesi in cui l'autonomia statutaria è esercitata ad integrazione della disciplina legale, per regolamentare o persino potenziare il diritto di controllo, ben diverso è il caso in cui i soci intendano depotenziare questo diritto.

Fin dalla riforma del 2003, che ha donato all'art. 2476 c.c. la conformazione attuale, la dottrina si è divisa in merito alla derogabilità *in peius* del diritto di controllo del socio, vedendo inizialmente prevalere la tesi che esclude la derogabilità e, in un secondo momento, aumentare le posizioni tendenti invece ad ammetterla[722]. Tuttavia, alla luce

[721] Dunque, la funzione di tale clausola non sarebbe quella di "compensare" la privazione, subìta dai soci investitori, del diritto di controllo (di cui invero continuerebbero a disporre), bensì quella di verosimilmente ridurre i casi di esercizio di tale diritto, grazie al fatto che la maggior parte delle esigenze informative vengono già soddisfatte con periodicità e approfondimento soddisfacenti, al contempo offrendo tutela ai soci che non eserciterebbero il proprio diritto di controllo per carenza di competenze o di disponibilità in termini di tempo e denaro. Si salvaguardano, così, sia le esigenze dei soci che quelle della società. In sostanza, si realizzerebbe un ampliamento – sulla cui legittimità non si dubita in dottrina (G.M. BUTA, *I controlli*, cit., 254; C. IBBA, *In tema di autonomia statutaria*, cit., 148) – del diritto di controllo, ma con l'obiettivo che ciò riduca le richieste di accesso "fuori programma".

[722] Con riferimento alla s.r.l. "ordinaria", nel senso dell'inderogabilità, v., con varietà di argomentazioni: C. IBBA, *In tema di autonomia statutaria e norme inderogabili*, in M. CIAN (a cura di), *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, Padova, 2004, 147 ss., che argomenta dal principio della «rilevanza centrale del socio» e dalla circostanza che, altrimenti, si produrrebbe l'incongruo effetto di «lasciare alla maggioranza la decisione sull'esistenza o meno di un diritto della minoranza», nonché dalla strumentalità del diritto di controllo per l'esercizio dell'azione di responsabilità (e v. la conferma di questa posizione nel più recente scritto ID., *Leggendo il "Diritto delle società" di Gian Carlo Rivolta. Spunti in tema di centralità del socio e di… mancanza di soci*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2020, 3, I, 493); G.C.M. RIVOLTA, *Profilo della nuova disciplina della società a responsabilità limitata*, in *Banca borsa titoli di credito*, 2003, 6, I, 699, e ID., *Introduzione a un dibattito sulla nuova società a responsabilità limitata*, in M. CIAN (a cura di), *Le grandi opzioni*, cit., 303 (ma v. la diversa posizione sostenuta dallo stesso Autore nella più recente opera ID., *Diritto delle società. Profili generali*, Torino, 2015, 152); G. ZANARONE, *Introduzione alla nuova società a responsabilità limitata*, in *Rivista delle società*, 2003, 1, 105 ss., e ID., *La tutela dei soci di minoranza nella nuova s.r.l.*, in M. CIAN (a cura di), *Le grandi opzioni*, cit., 352 ss. (ma v. la diversa posizione sostenuta dallo stesso Autore in ID., *Della società a responsabilità limitata*, cit., 1119, ove però la derogabilità è subordinata alla presenza del collegio sindacale, e da ultimo, in ID., *La s.r.l. A vent'anni dalla riforma*, cit., 616); P. BENAZZO, *L'organizzazione della nuova s.r.l. fra modelli legali e modelli statutari*, in *Società*, 2003, 9, 1062 ss. (ma v. il mutamento di opinione dello stesso Autore nella successiva opera ID., *I controlli nelle società a responsabilità limitata: singolarità del tipo od omogeneità della funzione?*, in *Rivista delle società*, 2010, 1, 25 ss.); D. CORAPI, *Il controllo interno delle s.r.l.*, in *Società*, 2003, 12, 1573; M. ARATO, *Il controllo individuale dei soci e il controllo legale dei conti nella s.r.l.*, in *Società*, 2004, 10, 1195, il quale argomenta dalla previsione penale di cui all'art. 2625 c.c.; M. PERRINO, *Il controllo individuale del socio di società di capitali: fra funzione e diritto*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2006, 4, I, 663; M. RICCI, *I controlli individuali del socio non amministratore di società a responsabilità limitata*, in *Rivista del diritto commerciale*, 2006, 1, I, 122 ss.; G. PRESTI, *Il diritto di controllo dei soci non amministratori*, in G. PRESTI, A. DOLMETTA, *S.r.l. Commentario dedicato a G.B. Portale*, Milano, 2011, 650; G. FERNANDEZ, *I diritti di controllo del socio nella s.r.l. e l'autonomia privata*, in *Rivista di diritto societario*, 2012, 4, 844; M. RESCIGNO, *Le regole organizzative della gestione della s.r.l.*, in M.

del processo di finanziarizzazione che ha investito la s.r.l. – segnatamente, alla luce delle facoltà di creare categorie di quote e di offrirle sui portali *online* – sembrano acquisire maggior vigore e diffusione le posizioni tendenti a riconoscere spazi all'autonomia statutaria in materia di controllo individuale del socio, almeno nei casi in cui la s.r.l. faccia concretamente ricorso alle suddette facoltà[723].

CIAN (a cura di), *Le grandi opzioni*, cit., 328; N. SALANITRO, *Profili sistematici*, cit., 99, secondo il quale l'art. 2476, con eccezione del comma 5, ha natura imperativa; G. CAVALLI, *Il controllo legale dei conti nelle società a responsabilità limitata*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2003, 6, I, 722; G. SANTONI, *Le quote di partecipazione nella s.r.l.*, in P. ABBADESSA, G.B. PORTALE (diretto da), *Il nuovo diritto delle società*, cit., 378. Più di recente, sempre nel senso dell'inderogabilità, v. G.M. BUTA, *I controlli*, in G. SANTONI, F. BRIOLINI, G.M. BUTA, F. ACCETTELLA, *Le società a responsabilità limitata*, Torino, 2022, 251 (che conferma la posizione già espressa in ID., *I diritti di controllo del socio di s.r.l.*, in P. ABBADESSA, G.B. PORTALE (diretto da), *Il nuovo diritto delle società*, cit., 612 ss.); S. FORTUNATO, *La società a responsabilità limitata*, cit., 236; F. FIECCONI, *Il controllo dei soci*, in O. CAGNASSO, A. MAMBRIANI (diretto da), cit., 2020, 536 ss.; E. FREGONARA, M. CAVANNA, *Il controllo dei soci*, cit., 422; nonché, nella manualistica, G. FERRI, *Manuale di diritto commerciale*, cit., 371; A. GRAZIANI, G. MINERVINI, U. BELVISO, V. SANTORO, *Manuale di diritto commerciale*, 19 ed., Milano, 2023, 350. *Contra*, nel senso della derogabilità, oltre alle opere già citate degli autori che hanno mutato opinione passando da una prima presa di posizione nel senso dell'inderogabilità ad una di segno contrario, v., con varietà di argomentazioni: N. ABRIANI, *Controllo individuale del socio e autonomia contrattuale nella società a responsabilità limitata*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2005, 2, I, 164 ss.; R. GUIDOTTI, *I diritti di controllo del socio nella s.r.l.*, Milano, 2007, 85 ss., che ha ribadito la sua posizione nelle successive opere ID., *Sulla derogabilità della norma relativa ai diritti di controllo del socio nella s.r.l.*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2010, 3, I, 422 ss., e ID., *I diritti di informazione e di consultazione del socio*, in E. PEDERZINI, R. GUIDOTTI (a cura di), cit., 424; R. GUIDOTTI, L. ORCIANI, *Sui diritti di controllo del socio nella s.r.l. aperta*, cit., 506 ss.; E. CODAZZI, *Il controllo dei soci di s.r.l.: considerazioni sulla derogabilità dell'art. 2476, 2° comma*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2006, 4, II, 696 ss.; M.G. PAOLUCCI, *La tutela del socio nella società a responsabilità limitata*, Milano, 2010, 37; P. BUTTURINI, *Rilevanza centrale del socio e autonomia statutaria nella s.r.l.*, in *Rivista di diritto societario*, 2011, 4, III, 924; ID., *Diritto di informazione del socio e interessi pubblici nella s.r.l. e nelle Limited Liability Companies statunitensi*, in *Rivista di diritto societario*, 2012, 1, 47 ss. Per le posizioni più recenti nel senso della derogabilità, espresse con riferimento alla s.r.l. "aperta", v. le note che seguono.

[723] Cfr. M. BUSSOLETTI, *I diritti di controllo*, cit., 25, secondo il quale «la questione della (in)derogabilità *in peius* meriterà però un riesame con riguardo alle "nuove" s.r.l., in specie quelle aperte, che sono autorizzate ad emettere categorie di quote»; R. SACCHI, *Note a margine*, cit., 629 s.; G. ZANARONE, *La s.r.l. A vent'anni dalla riforma*, cit., 288 e 615 s.; M. CAMPOBASSO, *La società a responsabilità limitata. Un modello "senza qualità"?*, in M. IRRERA (a cura di), *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della Crisi. Studi in onore di Oreste Cagnasso*, Torino, 2020, 26; E. FREGONARA, M. CAVANNA, *Il controllo dei soci*, cit., 398 e 429, secondo i quali anche l'estensione alla s.r.l. della denunzia al tribunale di cui all'art. 2409 c.c., introducendo un nuovo strumento di tutela per i soci, potrebbe «orientare in senso più rigoroso l'interpretazione dell'art. 2476, comma 2, c.c.»; S. CORSO, *Le s.r.l. "aperte" al mercato*, cit., 225 ss., secondo la quale «il riconoscimento alle s.r.l.-PMI della possibilità di aprire la compagine sociale ad una pluralità potenzialmente indeterminata di investitori avvalora la tesi – condivisibile invero anche per il tipo-base – secondo cui l'immanenza del socio nella gestione della società e la sua qualificazione in termini di socio-imprenditore non sono elementi tipologicamente essenziali nella s.r.l. […]». Ovviamente, rimangono propensi a considerare derogabile *in peius* il diritto di controllo tutti quegli autori, citati nella nota precedente, che già lo erano prima che fosse introdotta la nuova disciplina che consente alla s.r.l. di creare categorie di quote e di accedere ai portali di *crowdfunding*.

Sfruttando la possibilità di creare categorie di quote, si potrebbe offrire sui portali partecipazioni il cui contenuto "diverso" consista nella soppressione, o almeno nella limitazione, dei diritti di controllo, eventualmente subordinando – come ritengono diversi autori – la creazione di quote siffatte alla condizione che sia presente un organo di controllo e/o che siano assicurati a ogni socio i diritti di controllo spettanti agli azionisti ai sensi dell'art. 2422 c.c.[724] Così, i sottoscrittori di queste quote

[724] In senso favorevole alla creazione di categorie di quote prive dei diritti di controllo, v., con varietà di argomentazioni: G. ZANARONE, *La s.r.l. A vent'anni*, cit., 616; N. ABRIANI, *La struttura finanziaria*, cit., 518, secondo il quale, in presenza di categorie di quote "ordinarie", cioè dotate di pieni diritti, è possibile creare quote prive del diritto di controllo anche in assenza di un organo di controllo, mentre, nel caso in cui si intenda incidere sul contenuto delle partecipazioni di tutti i soci, allora la soluzione sarebbe distinta a seconda che un organo di controllo, disciplinato come il collegio sindacale, sia assente (nel qual caso «il limite alla disponibilità del diritto in esame sembra doversi ravvisare nel nucleo di diritti di informazione e controllo che la legge attribuisce "in ogni caso" al socio accomandante della società in accomandita semplice») ovvero sia presente (nel qual caso «l'autonomia statutaria potrà intervenire più incisivamente nella configurazione tanto dei diritti delle categorie di quote, quanto delle posizioni individuali dei soci, avendo come limite massimo inderogabile il diritto di consultazione dei libri sociali di cui all'art. 2422 c.c., unitamente al diritto di informazione in sede assembleare, nei termini in cui è accordato agli azionisti»); ID., *Il sistema dei controlli nella s.r.l. tra modifiche del codice civile e codice della crisi: un rebus aperto?*, in M. IRRERA (a cura di), *La società a responsabilità limitata*, cit., 888 ss.; S. CORSO, *S.R.L.-PMI aperte al mercato*, cit., 908, che, aderendo alla suesposta tesi di N. ABRIANI, ritiene necessario nominare l'organo di controllo solo se la privazione dei diritti di controllo riguardi anche le partecipazioni dei soci di maggioranza; M. CIAN, *S.r.l. PMI, s.r.l., s.p.a.*, cit., 853 s., secondo il quale è necessario nominare l'organo di controllo solo se il diritto di controllo è precluso o compresso a un livello inferiore rispetto a quello determinato dalla subordinazione del relativo esercizio al possesso di un'aliquota del 10% del capitale (percentuale tratta dall'art. 2409 c.c.); R. SACCHI, *Note a margine*, cit., 630 ss., secondo il quale l'eventuale creazione statutaria di quote senza voto non deve essere controbilanciata da misure di diritto societario (l'istituzione di un organo di controllo), bensì di diritto dei mercati finanziari; R. GUIDOTTI, L. ORCIANI, *Sui diritti di controllo del socio nella s.r.l. aperta*, cit., 530 s., i quali ritengono che la derogabilità integrale dei diritti di controllo sia subordinata alla necessaria presenza dell'organo di controllo, ma specificano che, «in assenza dell'organo di controllo, l'inderogabilità dei diritti in esame non significa affatto che questi siano succedanei rispetto al controllo istituzionale […], trattandosi semplicemente in concreto di un "contrappeso" di tipo correttivo e funzionale, volto a consentire il rispetto di un principio generale di ordine pubblico economico posto a presidio degli stessi soci investitori»; F. BRIZZI, *S.r.l. PMI e offerta al pubblico*, cit., 294 s., che subordina la possibilità di derogare *in peius* i diritti di controllo alla condizione che sia presente un organo di controllo, obbligatorio o facoltativo, purché, in questo secondo caso, dotato dei requisiti e delle caratteristiche proprie del collegio sindacale; S. GUIZZARDI, *L'impresa start up innovativa*, cit., 567, secondo la quale «la creazione di categorie di quote prive dei diritti tipici del modello base appare in sé legittima» e «l'art. 26, comma 3, del d.l. 179/2012 che permette l'emissione di categorie di quote prive del diritto di voto, finisce per essere una conferma di ciò»; C. RINALDO, *La multiformità della s.r.l.*, cit., 1545, secondo la quale la privazione in via statutaria del diritto di controllo per una categoria di quote deve necessariamente essere controbilanciata dalla presenza di un organo di controllo in grado di «supplire» alle funzioni di tutela di cui i soci sono stati privati; M.C. DI MARTINO, *Tipico e transtipico*, cit., 1513 ss., la quale, osservando che la creazione di categorie di quote «risponde alla logica azionaria della diversificazione (del contenuto degli strumenti oggetto) dell'investimento», inferisce la possibilità di creare quote prive del diritto di controllo dalla «identità funzionale ravvisabile tra le partecipazioni speciali emesse dalla s.r.l. PMI e quelle emesse dalla s.p.a.», ma in ogni caso dovendosi attivare il controllo interno sulla gestione a prescindere dalle condizioni di cui all'art. 2477 c.c.; E. DESANA, *PMI*

(verosimilmente le stesse che sono anche prive del diritto di voto) avrebbero completamente preclusa la possibilità di esercitare il controllo individuale, oppure potrebbero esercitarlo solo al ricorrere di determinate condizioni ovvero solo limitatamente ad alcuni profili[725]. In alternativa, il controllo potrebbe essere previsto in forma "piena" dal punto di vista contenutistico, ma subordinatamente alla condizione che sia esercitato da parte di una minoranza qualificata che rappresenti almeno una certa percentuale del capitale sociale[726].

L'ipotesi della compressione del diritto di controllo, oltre a non essere avvalorata da un preciso dato normativo, sembra scontrarsi con l'idea diffusa in dottrina che i diritti di controllo del quotista, in ragione della rilevanza centrale del socio riconosciuta dalla riforma, rappresentino un tratto tipologico essenziale della s.r.l., capace di connotare l'essenza di questa società e di distinguerla dalla s.p.a[727].

Più condivisibile pare l'ipotesi di subordinare l'esercizio dei diritti di controllo al possesso di una certa aliquota di capitale, perché capace di contemperare l'esigenza di

---

innovative, PMI e società a responsabilità limitata: una rivoluzione copernicana?, in M. IRRERA (a cura di), *La società a responsabilità limitata*, cit., 72; G.A. POLICARO, *Dalle s.r.l. emittenti sui portali*, cit., 121 *sub* nota 71; I. POLLASTRO, *Il voto condizionato*, cit., 230 s. Anche tra gli orientamenti notarili sono emerse posizioni favorevoli alla creazione di categorie di quote prive del diritto di controllo: v. CONSIGLIO NOTARILE DEI DISTRETTI RIUNITI DI FIRENZE, PISTOIA E PRATO, Massima n. 41/2014, ove si ritiene possibile creare una categoria di quote prive del diritto di controllo individuale anche in assenza di un organo di controllo interno (e per una critica a questa massima, v. P. BENAZZO, *Categorie di quote*, cit., 1471 *sub* nota 36); CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, Massima n. 176, 27 novembre 2018, ove la possibilità di creare quote prive del diritto di controllo individuale è subordinata alla presenza di un organo di controllo sulla gestione, salvo in ogni caso il diritto di consultare il libro dei soci e il libro delle decisioni dei soci.

[725] Se si ammette la privazione completa del diritto di controllo, non dovrebbero riscontrarsi problemi nell'ammettere l'introduzione di semplici limitazioni a tale diritto: si pensi a una clausola in base alla quale il controllo può essere esercitato solo nella finestra temporale dei giorni antecedenti alle assemblee che vertono su particolari tematiche ovvero in corrispondenza di determinate operazioni gestionali, oppure a una clausola che limita ad alcuni specifici tipi di documenti il diritto di consultazione.

[726] Sull'idea della "socializzazione" del diritto di controllo nella s.r.l. "aperta", v. M. CIAN, *S.r.l. PMI, s.r.l., s.p.a.*, cit., 853 s., il quale – se si è ben compreso – fa riferimento ad una situazione in cui il diritto di controllo è precluso all'intera compagine sociale e non, invece, solo ai titolari di determinate categorie di quote; ID., *"Unitarietà" e "disgregabilità" della partecipazione di s.r.l.*, cit., 410; R. GUIDOTTI, L. ORCIANI, *Sui diritti di controllo del socio nella s.r.l. aperta*, cit., 532 s., i quali segnalano che la "socializzazione" dei diritti di controllo comporta la difficoltà di comprendere se, e in quali casi, questo *minus* di tutela per i soci debba essere compensato dalla istituzione di un organo di controllo (che gli stessi Autori ritengono necessaria nel caso di completa ablazione di tali diritti), e ciò a maggior ragione quando nella medesima compagine coesistano sia quote con diritti di controllo "socializzati", sia quote ordinarie; S. CORSO, *Le s.r.l. "aperte" al mercato*, cit., 237; F. BRIZZI, *S.r.l. PMI e offerta al pubblico*, cit., 304 ss.; P. BUTTURINI, *I diritti del socio di s.r.l. e l'autonomia statutaria*, Milano, 2017, 116 e 279.

[727] Cfr. S. FORTUNATO, *La società a responsabilità limitata*, cit., 235; ID., *I controlli nella riforma delle società*, in *Società*, 2003, 2-*bis*, 306; C. IBBA, *In tema di autonomia statutaria*, cit., 147 s.

tutela della società con quella di tutela dell'investitore, senza del tutto eliminare un elemento caratteristico della s.r.l.; tuttavia, non si può evitare di notare che una simile soluzione, pur potendo risultare auspicabile in ottica *de iure condendo*[728], non gode di espliciti "appigli" sul piano normativo.

Alla luce delle considerazioni suesposte, risultano prive di una sicura "guida" normativa quelle ipotesi ricostruttive in base alle quali è consentito all'autonomia statutaria di incidere sul diritto di controllo[729]. Oltre ad essere dubbio che questa prerogativa sia ricompresa tra quei diritti "diversi" che possono essere oggetto di particolare regolamentazione nel definire il contenuto delle quote di categoria, suscita perplessità il fatto che i soci privati del diritto in questione rimarrebbero, nelle s.r.l. per le quali non è obbligatoria la nomina di un organo di controllo, sprovvisti di meccanismi di tutela alternativi[730].

7. Il sistema dei controlli.

Nelle società capitalistiche, caratterizzate dalla responsabilità limitata dei soci, la chiave di volta della *corporate governance* è rappresentata dal controllo, «funzione essenziale di verificazione, riscontro, valutazione, revisione e sindacato dell'agire imprenditoriale, per la tutela di interessi interni ed esterni alla compagine societaria»[731].

La disciplina che l'art. 2477 c.c. dedica all'organo di controllo della s.r.l. rappresenta una delle cifre caratteristiche di questo tipo societario, capace di distinguerlo nettamente dal tipo azionario[732]. Come è noto, l'art. 2477, comma 2, c.c. indica le condizioni[733] al

[728] Cfr., in tal senso, E. FREGONARA, M. CAVANNA, *Il controllo dei soci*, cit., 429. Per ottenere un simile risultato, il legislatore dovrebbe introdurre una disposizione che facoltizzi espressamente la creazione di categorie di quote dotate di diritti "diversi" in merito al controllo individuale dei soci, consentendo anche il suo depotenziamento (nella forma della completa ablazione, della limitazione, o eventualmente dalla "socializzazione"), similmente a quanto è previsto dal comma 3 dell'art. 26, d.l. 179/2012, che consente all'autonomia statutaria di incidere sul diritto di voto.

[729] Cfr. F. FIECCONI, *Il controllo dei soci*, cit., 538, 540 ss.

[730] Cfr. G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, cit., 1121, che infatti riconosce la derogabilità dell'art. 2476, comma 2, c.c. solo quando i poteri che questa norma attribuisce al socio siano affidati all'organo di controllo facoltativo.

[731] Così, E. PEDERZINI, *La funzione di controllo interno nelle società a responsabilità limitata e la scelta imperfetta tra sindaco e revisore*, in *Rivista delle società*, 2023, 2-3, 417. Di «struttura portante dell'architettura corporativa» discorre P. MONTALENTI, *Il sistema dei controlli societari: un quadro d'insieme*, in *Giurisprudenza italiana*, 2013, 10, 2175.

[732] G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, cit., 1105.

ricorrere delle quali una s.r.l. è obbligata a procedere alla «nomina dell'organo di controllo o del revisore». Per le s.r.l. che non presentino queste condizioni, invece, tale nomina rimane una facoltà. L'elasticità della disciplina si esplica, dunque, su più piani: non tutte le s.r.l. sono tenute ad istituire un organo di controllo o a nominare un revisore; le s.r.l. che vi sono tenute sembrano essere libere di scegliere tra le due forme di controllo[734]. Si tratta di una disciplina che pare motivata, tra l'altro, dall'intento di favorire lo sviluppo dell'imprenditoria, riducendo i costi per lo svolgimento di un'attività economica mediante il tipo societario precipuamente destinato alle imprese di dimensioni minori[735].

[733] In particolare, la s.r.l. è obbligata a istituire un organo di controllo quando: «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».

[734] Il punto in realtà non è pacifico. La possibilità di scegliere il tipo di controllo a cui la società è sottoposta sembra desumibile dalla congiunzione disgiuntiva «o» utilizzata dal comma 2, citato nel testo. E si noti che l'utilizzo della di tale congiunzione «o» non pare frutto di una svista del legislatore, dato che la medesima formula è ripetuta anche nei successivi commi 3 e 5. Inoltre, anche il comma 4 trasmette l'idea dell'alternatività tra i due organi, laddove stabilisce che «nel caso di nomina di un organo di controllo» si applica la disciplina del collegio sindacale della s.p.a. In tal senso, v. N. ABRIANI, *I controlli*, cit., 2003; O. CAGNASSO, *La s.r.l.: amministrazione e controllo tra società per azioni e società personali*, in P. MONTALENTI (a cura di), *I modelli di impresa societaria fra tradizione e innovazione nel contesto europeo*, Milano, 2016, 58 s., evidenziando perplessità per la soluzione legislativa basata sull'alternativa tra le due funzioni di controllo; F. BRIZZI, *S.r.l. PMI e offerta al pubblico*, cit., 264 *sub* nota 57; I. DEMURO, A. MONTANARI, *L'organo di controllo nelle società a responsabilità limitata*, in V. DONATIVI (diretto da), *Trattato delle società*, Tomo III, Torino, 2022, 694; da ultimo, C. GRIPPA, *L'attività di revisione contabile nelle PMI: aspetti organizzativi e rilievi critici*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2023, 4, I, 630; nella manualistica, G. FERRI, *Manuale di diritto commerciale*, cit., 396. *Contra*, E. PEDERZINI, *La funzione di controllo interno*, cit., 424 ss.; E. FREGONARA, M. CAVANNA, *Il collegio sindacale*, in M. IRRERA (diretto da), *Diritto del governo delle imprese*, 2° ed., Torino, 2020, 470 s.

[735] F. BRIZZI, *S.r.l. PMI e offerta al pubblico*, cit., 267. L'importanza di una disciplina che non imponga costi eccessivi alle imprese minori è segnalata anche da O. CAGNASSO, *Tipi societari, categorie, "varianti" e la rilevanza delle dimensioni dell'impresa. Il "caso" del bilancio in forma abbreviata*, in *Giurisprudenza italiana*, 2016, 11, 2536; S. FORTUNATO, *Codice della crisi e Codice civile: impresa, assetti organizzativi e responsabilità*, in *Rivista delle società*, 2019, 5-6, 978, che, commentando la previsione del Codice della crisi che ha esteso le ipotesi di obbligatorietà della nomina di un organo di controllo o di un revisore, constata come tale misura abbia «sollevato non poche levate di scudi da parte delle associazioni di PMI, le quali lamentano un eccessivo aggravio dei costi»; P. BUTTURINI, *I diritti del socio di s.r.l. e l'autonomia*, cit., 281; C. GRIPPA, *L'attività di revisione contabile nelle PMI*, cit., 631. Sulla scelta di politica legislativa volta alla riduzione dei costi per le imprese minori, al fine di favorirne lo sviluppo, v., con approccio critico, N. ABRIANI, *Il sistema dei controlli nella s.r.l.*, cit., 879.

In questa sede preme rilevare che nessuna disposizione particolare è stata dettata relativamente ai controlli nella s.r.l. che viene definita "aperta"[736]. Tuttavia, pressoché ogni autore che si è pronunciato sul punto ha rilevato che il coinvolgimento di investitori anonimi nella s.r.l. mediante il *crowdfunding* dovrebbe giustificare la previsione di una disciplina più rigida in materia di controlli, a tutela dei soci-investitori, anche in ragione del fatto che questi non sarebbero in grado di esercitare proficuamente i controlli individuali, ovvero non vi sarebbero interessati per via dei relativi costi in termini di tempo e denaro[737]. L'assunto pare condivisibile, essendo indubbio che la predisposizione di forme di eterotutela recherebbe giovamento alla posizione dei *crowdinvestor* "al dettaglio". Si noti che il problema non riguarda solo le s.r.l. per le quali l'istituzione dei controlli è facoltativa, bensì anche quelle per le quali è obbligatoria, poiché esse potrebbero optare per l'istituzione di una sola forma di controllo tra le due possibili[738], così ugualmente determinando un sistema di controlli potenzialmente non adeguato alle esigenze di tutela dei *crowdinvestor*.

Nell'esaminare la disciplina dei controlli delle s.r.l. "aperte", è anche opportuno tenere presente quanto si è già osservato nel cap. II, par. 3, circa la potenziale eterogenesi dei fini che potrebbe essere prodotta dall'imposizione di eccessivi oneri alle società che intendono ricorrere al *crowdfunding*. Se l'utilizzo di questo canale di finanza alternativa fosse sempre subordinato all'istituzione delle funzioni di controllo sulla gestione e di revisione dei conti, con i costi che ne conseguono, vi sarebbe il rischio che

[736] Cfr. G. PRESTI, *Vent'anni vissuti pericolosamente. TUF e codice civile: una convivenza difficile*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2019, 2, 486; E. PEDERZINI, F. DE GOTTARDO, *Incentivi e ostacoli*, cit., 290

[737] Cfr., con varietà di argomentazioni, tra gli altri: O. CAGNASSO, *S.r.l. aperta*, cit., 1231 s.; ID., *La s.r.l. piccola e media impresa (P.M.I.)*, cit., 129; P. BENAZZO, *Categorie di quote*, cit., 1452 ss.; ID., *Il controllo nelle società di capitali tra diritto 'comune' e codice della crisi d'impresa*, in *Rivista delle società*, 2020, 5-6, 1566 s., 1584; A. CETRA, *Le s.r.l.-PMI: disciplina legale*, cit., 822 ss.; I. CAPELLI, *Il controllo individuale del socio di s.r.l.*, cit., 227 ss.; S. CORSO, *Le s.r.l. "aperte" al mercato*, cit., 99, 227 ss.; F. BRIZZI, *S.r.l. PMI e offerta al pubblico*, cit., 66 ss.; P. SPOLAORE, *S.r.l. e offerta al "pubblico"*, cit., 12; 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, 5, 707; E. PEDERZINI, F. DE GOTTARDO, *Incentivi e ostacoli*, cit., 298; S. GUIZZARDI, *L'impresa start up innovativa*, cit., 585; M. NOTARI, *Analisi de jure condendo delle varianti organizzative delle s.r.l. (start up innovative, PMI innovative e PMI): problemi aperti e prospettive evolutive*, in *Osservatorio del diritto civile e commerciale*, 2019, 2, 263.

[738] Cfr. O. CAGNASSO, *Profili organizzativi*, cit., 1522; N. BACCETTI, *Informazione e postergazione*, cit., 707.

le imprese minori siano meno incentivate a compiere offerte di *crowdfunding*, così frustrando gli intenti del legislatore[739].

Conviene svolgere il discorso separatamente, prendendo prima in considerazione il controllo sulla gestione e in seguito la revisione dei conti.

7.1. Il controllo sulla gestione.

Una serie di ragioni ostano alla possibilità di affermare che tutte le s.r.l., anche quelle che non presentano le condizioni indicate dall'art. 2477, comma 2, c.c., possano essere obbligate ad istituire l'organo di controllo in ragione del compimento di una campagna di *crowdfunding* e quindi del coinvolgimento di un numero potenzialmente elevato di soci investitori. Anzitutto, sembra difficile riscontrare la presenza di una lacuna da colmare applicando analogicamente la disciplina della s.p.a. (ove l'istituzione del collegio sindacale è sempre obbligatoria), posto che, nell'ambito della s.r.l., non manca affatto la previsione di norme dedicate a questo profilo dell'organismo societario. Anzi, il legislatore, dedicando una disciplina peculiare e particolarmente "distintiva" – anche se ricca di ambiguità[740] – al sistema dei controlli nelle s.r.l., ha dimostrato di aver preso espressamente in considerazione questa materia. Né è stata introdotta alcuna nuova disposizione che possa far ritenere che le s.r.l. *crowdfunded* debbano sempre dotarsi del collegio sindacale[741], essendo casomai vero il contrario. Rileva, a tal proposito, il modello uniforme di atto costitutivo per le *start-up* innovative in forma di s.r.l. (di cui all'art. 4, comma 10-*bis*, d.l. 3/2015[742]), ove si prevede espressamente, al punto 25, che la s.r.l. *start-up* innovativa può essere sprovvista dell'organo di controllo e, al punto 8,

[739] D'altronde, come osservano E. PEDERZINI, F. DE GOTTARDO, *Incentivi e ostacoli*, cit., 296, si deve tenere conto del fatto che il compimento di una campagna di *crowdfunding* comporta, almeno nell'immediato, costi più elevati e tempi più lunghi rispetto alla richiesta di credito a un istituto bancario. Quindi, se l'intento del legislatore è di favorire l'accesso delle imprese minori agli strumenti di finanza alternativa rispetto al canale bancario, è importante non minare l'attrattività del *crowdfunding* con l'imposizione di costi eccessivi alle imprese.

[740] Tanto da aver portato a parlare di un «*rebus* del sistema dei controlli nella società a responsabilità limitata» (N. ABRIANI, *Il sistema dei controlli nella s.r.l.*, cit., 890). Per la ricostruzione delle travagliate vicende legislative che hanno interessato l'art. 2477 c.c., v., da ultimo, E. PEDERZINI, *La funzione di controllo interno*, cit., 419 ss.; G. ZANARONE, *La s.r.l. A vent'anni*, cit., 286 ss.

[741] G. PRESTI, *Vent'anni vissuti pericolosamente*, cit., 486; F. BRIZZI, *S.r.l. PMI e offerta al pubblico*, cit., 264 ss.

[742] Il modello di atto costitutivo è stato adottato con l'Allegato al Decreto del Ministero dello Sviluppo Economico 17 febbraio 2016.

che tale modello uniforme si applica anche alle *start-up* che creino categorie di quote e/o offrano le proprie quote sui portali di *crowdfunding*[743]. Ciò a dimostrazione che l'ordinamento non considera aberrante l'offerta di quote sui portali da parte di società sprovviste di un organo di controllo.

Oltre a questo preciso dato normativo, anche ragioni di sistema ostano alla possibilità di imporre alle s.r.l. "aperte" la nomina dell'organo di controllo.

Si potrebbe ipotizzare che l'esclusione per la s.r.l. dell'obbligatorietà dei controlli sia dovuta alla sua natura di società necessariamente "chiusa", oppure al fatto che le imprese esercitate per mezzo di questo tipo societario determinino un più ridotto coinvolgimento di interessi esterni alla compagine, come quelli dei creditori, dei terzi e del mercato: allora, la disciplina dell'art. 2477 c.c. potrebbe risultare inadeguata a una s.r.l. che è ormai "aperta" e coinvolge quantomeno gli interessi di una massa di investitori anonimi[744]. Sennonché si può facilmente obiettare che mediante la s.r.l. possono essere esercitate anche imprese di ingenti dimensioni[745] e che la s.p.a., pur essendo sempre obbligata all'istituzione del collegio sindacale, può essere una società "chiusa" e può essere utilizzata per lo svolgimento di attività di dimensioni ridotte.

Se invece si guarda alla disciplina "destrutturata" dei controlli della s.r.l. nell'ottica del sostegno all'imprenditoria e della riduzione dei costi per le imprese minori, è possibile riscontrare una certa coerenza con la nuova disciplina volta a "finanziarizzare" la s.r.l. Infatti, anche la possibilità di creare categorie di quote e di svolgere offerte sui

---

[743] Il rilievo è di O. CAGNASSO, *S.r.l. aperta*, in *Nuove leggi civili commentate*, 2020, 5, 1232; ID., *La s.r.l. piccola e media impresa (P.M.I.)*, cit., 129, il quale riconosceva un'ulteriore indice della facoltatività dell'organo di controllo nell'ormai non più vigente Allegato 3 del Regolamento della Consob sul *Crowdfunding* (delibera n. 18592/2013), ove si prevedeva che la scheda informativa da predisporre per le offerte sui portali dovesse contenere una «descrizione dell'organo di controllo ove presente». Le medesime argomentazioni sono state riprese da diversi autori, tra cui F. BRIZZI, *S.r.l. PMI e offerta al pubblico*, cit., 268; E. PEDERZINI, *La funzione di controllo interno*, cit., 442.

[744] Cfr. O. CAGNASSO, *Tipi societari, categorie*, cit., 2536; E. PEDERZINI, *La funzione di controllo interno*, cit., 443, che rileva come simili considerazioni abbiano indotto parte della dottrina a tentare di integrare la disciplina della s.r.l. mediante norme, ricavate da quella della s.p.a., più adatte per la tutela degli investitori e di interessi esterni alla società.

[745] Per una critica nei confronti della «frequente correlazione, indebita, tra dimensione dell'impresa, modesta rilevanza nel sistema economico complessivo e conseguente o sufficienza di controlli semplificati o, addirittura, non necessità di forme di controllo», v. P. MONTALENTI, *Il diritto societario a dieci anni dalla riforma: bilanci, prospettive, proposte di restyling*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2014, 6, I, 1089. Cfr. C. ANGELICI, *Soci e minoranze nelle società non quotate*, in C. ANGELICI, *Attività e organizzazione. Studi di diritto delle società*, Torino, 2007, 147, che non esclude l'insorgere di un problema di tutela degli *stakeholders* anche nelle società "chiuse".

portali di *crowdfunding* risponde all'esigenza di incentivare la costituzione di nuove imprese e sostenere le attività economiche minori nella crescita. Da questo punto di vista, quindi, appare comprensibile che il legislatore non sia intervenuto nel senso di imporre l'organo di controllo alle s.r.l. che si avvalgano di tali facoltà. Si tratta, in altri termini, di una serie di misure tutte connotate dal *favor* per l'impresa minore, al quale, tra l'altro, è ispirato anche il nuovo Regolamento ECSP[746].

Ciò non toglie che il *crowdfunding* realizza una forma di offerta al pubblico mediante la quale investitori *retail* possono aderire autonomamente ad attività economiche particolarmente rischiose, quali sono quelle svolte da imprese neocostituite o comunque di piccole dimensioni, a maggior ragione se in settori innovativi. Pertanto, l'istituzione di un organo di controllo sulla gestione da parte delle s.r.l. *crowdfunded* può essere opportuna al fine di offrire adeguata tutela a quegli investitori *retail* per i quali i diritti di controllo individuali risultino sovradimensionati[747]. In tale direzione potrebbe rivolgersi il legislatore in un futuro prossimo[748].

Tuttavia, in assenza di interventi normativi sul punto, e al netto di alcune disposizioni speciali dedicate a s.r.l. operanti in particolari settori[749], l'istituzione del controllo sulla gestione tanto nelle s.r.l. che possono essere prive di qualsiasi controllo, quanto in

---

[746] Cfr. cap. II, par. 7.2.

[747] Cfr., tra gli altri, O. CAGNASSO, *S.r.l. aperta*, cit., 1231 s.; ID., *La s.r.l. piccola e media impresa (P.M.I.)*, cit., 129; P. BENAZZO, *Categorie di quote*, cit., 1466 ss.; I. CAPELLI, *Il controllo individuale del socio di s.r.l.*, cit., 227 ss.; F. BRIZZI, *S.r.l. PMI e offerta al pubblico*, cit., 269; S. GUIZZARDI, *L'impresa start up innovativa*, cit., 585.

[748] Come auspica, tra gli altri, P. BENAZZO, *Il controllo nelle società di capitali*, cit., 1584, il quale osserva che la s.r.l. "aperta" si potrebbe presentare come «una società aperta nella quale l'implementazione di assetti organizzativi e di controllo interni sia così rimessa, soltanto, all'autonomia statutaria dei soci, per un verso, e al canone della diligenza e della corretta amministrazione in capo agli organi sociali, per un altro verso. Una scelta forse non meditata; un effetto verosimilmente preterintenzionale di un legislatore distratto e cieco rispetto a una visione sistematica e organica».

[749] Il riferimento è ad alcuni casi in cui la legge impone alla s.r.l. l'istituzione dei controlli, a prescindere dalla ricorrenza dei requisiti di cui all'art. 2477 c.c. In primo luogo, le società sportive professionistiche costituite in forma di s.r.l. (art. 13, comma 1, d.lgs. 28 febbraio 2021 n. 36, che abroga e sostituisce la previsione di analogo tenore già dettata dall'art. 10, comma 1, l. 91/1981): cfr. I. DEMURO, A. MONTANARI, *L'organo di controllo*, cit., 693 (e sulle relazioni tra *crowdfunding* e società sportive, si segnala G. PASSARELLI, *Il crowdfunding: un assist per lo sport*, in *Nuovo diritto societario*, 2022, 11, 2099). In secondo luogo, le società che esercitano un'impresa sociale (art. 10, comma 1, d.lgs. 112/2017): cfr. G. ZANARONE, *La s.r.l. A vent'anni*, cit., 619. In terzo luogo, le società a controllo pubblico, ove è obbligatoria la nomina, che anche in questo caso sembrerebbe lasciare una facoltà di scelta ai soci, «dell'organo di controllo o di un revisore» (art. 3, comma 2, d.lgs. 175/2016): cfr. M. STELLA RICHTER jr, *Art. 3*, in C. MORBIDELLI (a cura di), *Codice delle società a partecipazione pubblica*, Milano, 2018, 161; G. ZANARONE, *La s.r.l. A vent'anni*, cit., 618.

quelle che, pur non potendo esserne prive, potrebbero optare per il solo revisore, è rimessa ad una mera valutazione di convenienza da parte dei soci[750]. Essi, quindi, potrebbero prevedere statutariamente l'istituzione di un organo di controllo, qualora, ad esempio, ritenessero che il relativo costo sia giustificato dalla possibilità di attirare più investitori[751] e di assicurare maggiore efficienza alla gestione dell'impresa[752]. In altri termini, si tratta di una di quelle situazioni in cui il legislatore mette al servizio degli operatori economici diverse opzioni organizzative, affinché i soci possano scegliere la soluzione che meglio realizza i propri interessi; soluzione la cui opportunità sarà, poi, valutata dal mercato in termini di maggiore o minore facilità di ottenere finanziamenti[753].

---

[750] Nel testo il ricorso all'autonomia statutaria viene descritto come un mero strumento, facoltativo, per incrementare l'*attrattività* di una società nei confronti degli investitori. Diversamente, si potrebbe ipotizzare [v. in tal senso E. PEDERZINI, *Sindaco e revisore tra norme imperative e scelte facoltative. La funzione di controllo interno nelle società a responsabilità limitata*, in E. PEDERZINI, R. GUIDOTTI (a cura di), *La governance delle società a responsabilità limitata*, 2° ed., Milano, 2022, 408] di valorizzare ancor di più l'autonomia statutaria, ritenendo che le s.r.l. possano "aprirsi" «solo dopo aver adottato volontariamente i connotati minimi dello statuto normativo dell'impresa aperta, istituendo una funzione interna di controllo di tipo azionario, relativo tanto alla gestione quanto alla contabilità, e redigendo il bilancio nella sua forma ordinaria».

[751] Per rilievo secondo il quale i soci dovrebbero strutturare la s.r.l. in maniera tale da donarle la "credibilità" necessaria per presentarsi sul mercato con il fine di attirare più investitori possibile, v. E. PEDERZINI, F. DE GOTTARDO, *Incentivi e ostacoli al finanziamento delle PMI s.r.l. sui mercati dei capitali*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2022, 2, I, 306; A. CETRA, *Le s.r.l.-PMI: disciplina legale*, cit., 831. Nello stesso senso, constatando la miopia del legislatore nell'aver consentito a s.r.l. prive di organi di controllo di "aprirsi" al mercato, P. BENAZZO, *Il controllo nelle società di capitali*, cit., 1584, secondo il quale «altro non resterebbe che fare affidamento al mercato cui spetterà il compito (sempre che ne sia all'altezza) di valutare l'affidabilita di siffatte imprese».

[752] Cfr. P. MONTALENTI, *Il diritto societario a dieci anni dalla riforma: bilanci, prospettive, proposte di restyling*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2014, 6, I, 1089 *sub* nota 42, il quale, nel criticare la scelta legislativa di escludere le s.r.l. minori dall'obbligo dei controlli, afferma che «la "filosofia dei controlli", se intesa in senso non burocratico o meramente sanzionatorio, è un'opportunità di efficienza anche per la piccola impresa, non un freno allo sviluppo». Si pensi, ad esempio, alla possibilità che la presenza di un organo di controllo possa indurre i soci a ridurre la frequenza con cui esercitano i propri diritti di controllo individuale *ex* art. 2476, comma 2, c.c.

[753] C. ANGELICI, *La riforma delle società*, cit., 156, che, nell'ambito di un discorso dedicato alla possibilità per i soci di s.p.a. di scegliere tra i diversi sistemi di amministrazione e controllo, afferma che «…assume rilievo anche e soprattutto il tipo di risposta che alla loro scelta sarà data dal mercato, il suo apprezzamento: nel senso che, qualora il mercato valutasse sfavorevolmente una di quelle soluzioni, ciò comporterà dei costi di cui le parti non potrebbero non tener conto, il costo per esempio di una maggiore difficoltà di finanziamento». In senso analogo, S. FORTUNATO, *I principi ispiratori della riforma delle società di capitali*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2003, 6, I, 733, che individua nel «giudizio del mercato» il meccanismo capace di controbilanciare l'ampia libertà di manovra che la riforma del 2003 ha riconosciuto all'autonomia statutaria e, in generale, alle esigenze della società e del suo gruppo di comando, rispetto a quelle dei terzi e delle minoranze: «una sorta di "selezione naturale" in cui sono destinate ad affermarsi le imprese che hanno successo economico, *anche per merito del modulo organizzativo utilizzato*» (corsivo aggiunto).

7.2. (*Segue*) Il complesso rapporto tra organizzazione corporativa e organizzazione dell'impresa.

Secondo alcuni autori, il risultato di sottoporre all'obbligo di istituire un organo di controllo anche le s.r.l. che non sarebbero tenute a questo adempimento potrebbe, in ipotesi, ottenersi mediante un particolare *iter* interpretativo che valorizzi il dovere di dotare la società di assetti organizzativi, amministrativi e contabili adeguati alle dimensioni e alla natura dell'impresa (art. 2381 e 2086 c.c.). Con un simile approccio, si giungerebbe a ritenere che una s.r.l., a prescindere dalla sussistenza dei requisiti di cui all'art. 2477 c.c., possa essere obbligata a istituire un organo di controllo[754] in ragione delle sue dimensioni o della sua natura "aperta"[755]. Si tratta di un'opzione ermeneutica che consentirebbe di ovviare alla eccessiva "destrutturazione" delle s.r.l. che operano sul mercato del *crowdfunding*, anche al fine di incrementare il livello di tutela offerto ai *crowdinvestor*. Il vantaggio di una simile soluzione risiederebbe senza dubbio nel poter

[754] Su questa soluzione interpretativa, v., con varietà di argomentazioni, E. PEDERZINI, *La funzione di controllo interno*, cit., 446, che avanza tale ipotesi ermeneutica specificando che essa possa valere solo «a condizione di condividere un'interpretazione che includa nella declinazione organizzativa degli assetti elementi e profili di pretta appartenenza statutaria» (v. anche E. PEDERZINI, F. DE GOTTARDO, *Incentivi e ostacoli*, cit., 304); O. CAGNASSO, *La società a responsabilità limitata "aperta"*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2021, 8-9, 2031, secondo il quale «non pare dubbio che debba essere adeguata non solo l'organizzazione della società relativamente ai dirigenti e dipendenti, ma anche quella di vertice concernente la stessa *governance* societaria»; N. ABRIANI, *I controlli*, cit., 2060, secondo il quale – in ipotesi – «si potrebbe declinare in termini meno generici, sul piano della *governance* societaria, la regola di adeguatezza degli assetti organizzativi ora scolpita negli artt. 2086 e 2475 c.c. (e 3 c.c.i.), imponendo a tutte le s.r.l. che superino una soglia di rilevanza (pari, ad esempio, a venti milioni di valore della produzione) la nomina del collegio sindacale […]»; C. RINALDO, *La multiformità della s.r.l.*, cit., 1545, secondo la quale «un organo di controllo va nominato, se non altro in applicazione dei principi di corretta gestione imprenditoriale di cui al recentemente novellato art. 2086 c.c., in forza del quale anche la s.r.l. PMI, per quanto sotto-soglia, deve dotarsi di assetti adeguati alla natura dell'impresa»; G.A. POLICARO, *Dalle s.r.l. emittenti sui portali*, cit., 124 s. D'altro canto, il ragionamento qui prospettato potrebbe applicarsi anche alle s.r.l. che sono tenute ad istituire una forma di controllo, al fine di imporre ad esse la nomina dell'organo di controllo sulla gestione invece che del solo revisore, ovvero di entrambi, qualora la scelta di una sola forma di controllo risulti inadeguata alle dimensioni e alla natura dell'impresa (in tal senso, N. ABRIANI, *Il sistema dei controlli nella s.r.l.*, cit., 881, ove l'Autore fa riferimento però all'esigenza che il sistema dei controlli sia adeguato alla rilevazione tempestiva dei segnali di crisi dell'impresa).

[755] O. CAGNASSO, *La società a responsabilità limitata "aperta"*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2021, 8-9, 2031: «un ulteriore percorso interpretativo, che mi sembrerebbe fecondo e che potrebbe permettere per altra via l'applicazione di regole proprie della s.p.a. alla s.r.l. aperta, potrebbe prendere le mosse dalla regola, certamente di carattere transtipico, visto che è espressamente estesa a tutti i tipi societari, relativa alla creazione di assetti organizzativi adeguati. Si tratta, come è pacifico, di una clausola generale, dal contenuto elastico, parametrato alla natura e alle dimensioni dell'impresa e che quindi può consentire di valutare l'organizzazione in funzione anche del carattere aperto del tipo societario»; E. PEDERZINI, *La funzione di controllo interno*, cit., 446.

giungere al risultato desiderato (imporre l'istituzione dell'organo di controllo a tutte le s.r.l. "aperte") senza dover necessariamente ricorrere all'applicazione analogica o estensiva della disciplina del tipo azionario, bensì valorizzando l'autonomia del tipo s.r.l., posto che le norme relative al dovere di predisporre assetti adeguati rientrano pienamente nello statuto normativo di questa società.

Tuttavia, è necessario constatare che, adottando una più tradizionale concezione del dovere di istituire assetti adeguati, volta a limitarne l'operatività all'ambito più propriamente aziendalistico, invece che a quello della *governance*, l'opzione interpretativa appena descritta si scontra con una serie di ostacoli.

Non sembra persuasiva l'idea che l'organo tenuto a *vigilare* «sull'adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile adottato dalla società e sul suo concreto funzionamento» (art. 2403 c.c.) sia, in un certo senso, esso stesso parte di quegli assetti organizzativi su cui deve vigilare. In altri termini, tale organo dovrebbe vigilare sia sul funzionamento del sistema di strutture societarie del quale esso stesso fa parte, sia sull'adeguatezza della scelta di istituire, o meno, un organo di controllo[756]. Con ciò non si intende affermare che l'obbligo di istituire assetti adeguati sia una disposizione non congrua nell'ambito della s.r.l. in ragione della possibile assenza, in essa, di un organo di controllo con funzione di *vigilanza*; infatti, in tal caso, la norma dovrebbe semplicemente "adattarsi" alla diversa situazione, e allora – come è stato autorevolmente osservato – verterebbe comunque sull'organo amministrativo l'obbligo di *vigilanza* sull'adeguatezza degli assetti, da svolgersi in vece dell'organo di controllo (e cumulativamente a quello di *valutazione*, proprio del consiglio di amministrazione, ed eventualmente anche a quello di *cura*, qualora manchino organi delegati)[757].

[756] I limiti di una simile attività di controllo, dovuti alla sua "autoreferenzialità", sembrano evidenti.

[757] S. FORTUNATO, *Codice della crisi e Codice civile*, cit., 974 s.; ID., *Assetti organizzativi e crisi d´impresa: una sintesi*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, 2021, 2, 565 s.: «È evidente che la ripartizione dei compiti in materia, delineata dal combinato disposto degli artt. 2381 e 2403, presuppone la contemporanea presenza di una organizzazione corporativa completa di organo amministrativo collegiale, organi delegati e organo di controllo; ma la loro assenza non fa venir meno anche in capo all'imprenditore (individuale o collettivo che sia) l'obbligo di istituire i detti assetti, curandone e valutandone l'adeguatezza e vigilandone il concreto funzionamento. Nel caso dell'imprenditore collettivo l'obbligo in oggetto non si pone in contrasto con le modalità organizzative che la legge consente nei vari tipi di impresa collettiva. In assenza di organi delegati e di un organo di controllo, cura, valutazione e vigilanza si concentreranno in capo all'organo amministrativo, collegiale o monocratico».

Si deve considerare che la strutturazione della *governance* importa il compimento di scelte che la legge espressamente affida ai soci[758]. Si pensi, con riguardo ai profili che qui interessano, alla disposizione che attribuisce inderogabilmente («in ogni caso», come specifica l'art. 2479, comma 2, c.c.) alla competenza dei soci la nomina dei soggetti incaricati di svolgere le funzioni di controllo, e, soprattutto, a quella che attribuisce all'atto costitutivo, cioè ai soci, la possibilità di prevedere l'istituzione di un organo di controllo (art. 2477, comma 1, c.c.). La predisposizione di assetti organizzativi adeguati, invece, spetta agli amministratori (art. 2381 e 2475, comma 1, c.c.), il che suggerisce che tale adempimento sia "altro" rispetto all'istituzione degli organi portanti della struttura societaria[759].

D'altro canto, se la scelta di istituire l'organo di controllo rientrasse nell'obbligo gestorio di approntare adeguati assetti organizzativi, allora, si potrebbe scorgere, in ipotesi, un'antinomia tra le disposizioni del codice civile che attribuiscono ai soci l'istituzione dell'organo di controllo (art. 2477 e 2479, comma 2, c.c.) e quella che attribuisce *esclusivamente* agli amministratori l'istituzione degli assetti adeguati (art. 2475, comma 1, c.c.). La situazione, sul piano della responsabilità, sarebbe complessa: da un lato, è responsabilità degli amministratori istituire gli assetti adeguati nel cui ambito rientrerebbe anche la predisposizione dell'organo di controllo, ma, dall'altro, è compito dei soci nominare gli organi sociali[760]. Nel caso in cui i soci scelgano di non

---

[758] V. CALANDRA BUONAURA, *L'amministrazione delle società per azioni nel sistema tradizionale*, in *Trattato di diritto commerciale*, fondato da V. BUONOCORE e diretto da R. COSTI, Torino, 2019, 5.

[759] In questo senso, autorevolmente, S. FORTUNATO, *Assetti organizzativi dell'impresa nella fisiologia e nella crisi*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2023, 6, 906 s.; ID., *Atti di organizzazione, principi di correttezza amministrativa e Business Judgment Rule*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2021, 6, II, 1382: «non mi sembra dunque corretto assimilare l'organizzazione della corporazione alla organizzazione dell'impresa: l'organizzazione corporativa investe fondamentalmente le competenze dei soci/associati, l'organizzazione dell'impresa è affidata in sede istitutiva addirittura alla competenza esclusiva dell'organo amministrativo, alla eventuale cura degli organi delegati e alla vigilanza degli organi di controllo». Del resto, come osserva ancora l'Autore, «sia nel novellato art. 2086 sia nei novellati artt. 2380-*bis* e 2409-*novies*, che richiamano il rispetto dell'art. 2086, e già negli artt. 2381 (comma 5) per la s.p.a., 2475 per la s.r.l. e 2257 per le società di persone, il riferimento è alla "gestione dell'impresa" e all' "assetto organizzativo, amministrativo e contabile adeguato alla natura e alle dimensioni dell'impresa", piuttosto che della corporazione». Per una ricostruzione secondo la quale l'obbligo di predisporre assetti adeguati si dispiega strettamente sul piano dell'organizzazione delle strutture aziendali, v. V. CALANDRA BUONAURA, *L'amministrazione delle società per azioni*, cit., 262 e 293 ss.

[760] Cfr., ancora, S. FORTUNATO, *Assetti organizzativi dell'impresa nella fisiologia e nella crisi*, cit., 906 s.: «siamo di fronte a sfere di competenza molto diverse, i cui esiti certo possono interferire fra di loro, ma che in termini di responsabilità e titolarità devono collocarsi su piani diversi e in capo a soggetti diversi».

procedere all'istituzione dell'organo di controllo, nonostante ciò sia richiesto dalle dimensioni o dalla natura dell'impresa, sarebbe paradossale riconoscere una responsabilità in capo agli amministratori per non aver predisposto adeguatamente gli assetti, nonostante sulla scelta compiuta dai soci essi non abbiano alcun potere, se non quello di segnalare la mera opportunità di nominare l'organo di controllo. Il problema, invero, sul piano della responsabilità gestionale, si risolverebbe ritenendo che gli amministratori possano liberarsi da responsabilità adempiendo tempestivamente a questo loro obbligo di segnalazione nei confronti dei soci[761]; tuttavia, ciò non risolverebbe la questione sul piano pratico, poiché i soci rimarrebbero comunque liberi di non seguire l'indicazione degli amministratori, non essendo soggetti, a differenza dei gestori, ad alcuna responsabilità per l'adozione di assetti di *governance* inadeguati (a maggior ragione in una società nella quale godono della responsabilità limitata)[762]. E ciò, a meno che non si intenda ipotizzare un sindacato sull'adeguatezza delle scelte di organizzazione corporativa compiute dai soci[763].

[761] Cfr., sul dialogo tra soci e amministratori in relazione agli assetti della *governance*, N. ABRIANI, *I controlli*, cit., 2010, secondo il quale l'istituzione di assetti adeguati importa «doveri che gravano in primo luogo sugli amministratori di s.r.l., rispetto ai quali deve pertanto ritenersi che la valutazione degli assetti si estenda anche alla stessa adeguatezza di un modello di *governance* imperniato sul solo controllo contabile esterno, con conseguente *obbligo dell'organo amministrativo di prospettare ai soci l'esigenza di un sistema organizzativo connotato da adeguati presidi anche in punto di controlli interni sulla gestione* dell'impresa ogni qualvolta ciò sia imposto dalla natura e dalla dimensione della stessa» (corsivo aggiunto); E. PEDERZINI, F. DE GOTTARDO, *Incentivi e ostacoli*, cit., 304: «il proficuo e costante dialogo tra soci e amministratori – implicito in caso di quanto meno parziale sovrapposizione di ruoli, comunque reso agevole dalla ristrettezza della compagine sociale di una PMI s.r.l. ancora "chiusa" – sembra consentire di estendere il rilievo sull'adeguatezza degli assetti financo al livello delle scelte dei sistemi di amministrazione».

[762] Un'altra soluzione al problema consisterebbe nell'attribuire agli amministratori stessi la possibilità di nominare l'organo di controllo: essi, non godendo della responsabilità limitata, sarebbero incentivati ad adempiere correttamente alla nomina. Tuttavia, tale ipotesi – sembra inutile specificarlo – è del tutto da escludersi perché contrastante con il chiaro dato normativo; inoltre, potrebbe anche risultare aberrante rispetto all'esigenza di sana dialettica tra controllato e controllore a cui sembra ispirato il sistema di amministrazione tradizionale. Diversa sarebbe la situazione qualora la s.r.l. adottasse il sistema monistico (a patto che ciò sia ammesso nella s.r.l.: cfr. P. BENAZZO, *Il controllo nelle società di capitali*, cit., 1588 ss.; S. FORTUNATO, *La società a responsabilità limitata*, cit., 204), nel quale è previsto che siano gli amministratori a nominare il comitato per il controllo sulla gestione, ma, a tal proposito, si riproporrebbe il problema di base: sarebbero comunque i soci, a monte, a dover optare per questo particolare sistema di *governance*.

[763] Di tenore analogo paiono – se si è ben inteso – le osservazioni svolte da S. FORTUNATO, *Atti di organizzazione*, cit. 1382, il quale prende in considerazione altre scelte relative all'organizzazione corporativa che la legge rimette ai soci e che, secondo l'Autore, attenendo alla *governance*, non dovrebbero rientrare nell'ambito delle scelte valutabili in termini di adeguatezza alle dimensioni e alla natura dell'impresa: «imporre ai soci/associati una valutazione di adeguatezza della forma giuridica adottata dovrebbe tradursi, nella prospettiva criticata, nella possibilità di sindacare – per esempio –

Dall'analisi del dato normativo sembra potersi evincere che l'intenzione del legislatore sia quella di distinguere gli «atti di organizzazione dell'impresa», spettanti agli amministratori, dagli «atti di organizzazione del gruppo associativo cui si imputa l'attività di impresa», spettanti ai soci[764].

Alla luce di quanto si è osservato, l'interpretazione volta ad estendere al piano della *governance* la portata del dovere di istituire assetti adeguati – che potrebbe significativamente aumentare l'influenza che sulla disciplina del tipo societario è esercitata dall'oggettivo atteggiarsi dell'impresa[765] – seppur suggestiva, non sembrerebbe essere consentita, quantomeno a legislazione vigente.

Quel che invece sembra potersi affermare con relativa certezza è che il legislatore del Codice della crisi ha esteso espressamente alla s.r.l. l'obbligo di dotarsi di assetti adeguati anche al fine di offrire maggiore tutela a interessi estranei alla compagine, e in primo luogo dei creditori. Ciò potrebbe suggerire l'importanza di tutelare questi interessi anche mediante idonee strutture sul piano della *governance*. Tale ragionamento potrebbe estendersi anche alla tutela di altre tipologie di soggetti estranei alla società o al gruppo di comando, come i *crowdinvestor*. In quest'ottica, si potrebbe intravedere, *de iure condendo*, un percorso legislativo che, in un prossimo futuro, conduca ad imporre

---

l'opzione verso il modello dualistico piuttosto che verso il modello monistico nell'adozione della società azionaria, o addirittura la scelta – pur rimessa alla decisione dei soci – della forma di amministrazione disgiuntiva piuttosto che di amministrazione collegiale nella s.r.l».

[764] Così, S. FORTUNATO, *Atti di organizzazione*, cit., 1381. L'istituzione dell'organo di controllo, dunque, sarebbe "altro" rispetto all'obbligo – gravante sull'organo delegato nelle società che ne siano provviste – di dotare l'impresa di un adeguato sistema di controlli interni. Sistema nell'ambito del quale la funzione di *internal audit* monitora il rispetto delle procedure, individua le carenze, propone gli eventuali interventi correttivi e – a dimostrazione della natura "altra" rispetto al controllo svolto dal collegio sindacale – «fornisce elementi per la valutazione di adeguatezza spettante al consiglio e supporto alle verifiche del collegio sindacale» (così, V. CALANDRA BUONAURA, *L'amministrazione delle società per azioni*, cit., 263). Come nota l'Autore da ultimo citato (p. 262 *sub* nota 77), l'importanza del sistema dei controlli interni è evidenziata dal Codice di Autodisciplina delle società quotate (art. 7) e dalla legislazione dedicata alle istituzioni finanziarie e bancarie, mentre nel Codice civile i riferimenti espliciti a tale sistema dei controlli interni sono minimi: uno di essi e rinvenibile nell'art. 2409-*octiesdecies*, comma 5, lett. b, c.c., ove si stabilisce che, nel sistema monistico, il comitato per il controllo sulla gestione vigila sull'adeguatezza del sistema di controllo interno [a dimostrazione che l'organo di controllo (*rectius*, il comitato per il controllo sulla gestione) è estraneo al sistema dei controlli interni predisposto dall'amministratore delegato in adempimento del dovere di curare l'adeguatezza degli assetti organizzativi]. Un riferimento simile è rinvenibile anche, con riguardo alle società quotate, nell'art. 149, comma 1, lett. c, Tuf, ove si stabilisce che il collegio sindacale vigila sull'adeguatezza del sistema di controllo interno.

[765] Cfr. le osservazioni svolte nel cap. II, par. 7.2.

l'istituzione di funzioni di controllo alle s.r.l. che si rivolgono al pubblico mediante i portali di *crowdfunding*.

7.3. La revisione legale dei conti.

Ragionamenti in parte analoghi a quelli svolti per l'organo di controllo possono valere per il revisore[766]. Non vi è, sorprendentemente, alcuna norma – né nazionale né europea – che in maniera espressa ricolleghi lo svolgimento di un'offerta di *crowdfunding* alla nomina di un soggetto incaricato della revisione legali dei conti[767]. Pertanto, la s.r.l. *crowdfunded* continua ad essere disciplinata, sotto questo profilo, dall'art. 2477 c.c., essendo la scelta di istituire o meno la funzione di revisione contabile rimessa al piano della mera opportunità, da valutarsi in sede statutaria quale elemento che potrebbe incrementare l'attrattività di una società per gli investitori.

Senza dubbio, l'istituzione della funzione di revisione contabile sarebbe particolarmente importante per assicurare adeguata tutela alla posizione dei soci *crowdinvestor*[768]. In una s.r.l. "aperta" nella quale tutti i soci dispongono, di *default*, del diritto di controllo individuale[769], potrebbe rappresentare una sufficiente garanzia a loro tutela la nomina di un revisore contabile, a maggior ragione considerando la reintroduzione della possibilità di attivare il controllo giudiziario[770]. Invece, qualora si accogliesse quella particolare ipotesi di interpretazione volta a disapplicare la disciplina del diritto di controllo individuale dei soci *crowdinvestor*[771], tale menomazione

---

[766] In generale, sulla funzione di revisione contabile nelle PMI, v. il recente contributo di C. GRIPPA, *L'attività di revisione contabile nelle PMI: aspetti organizzativi e rilievi critici*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2023, 4, I, 624.

[767] Cfr. G. PRESTI, *Vent'anni vissuti pericolosamente*, cit., 486; F. BRIZZI, *S.r.l. PMI e offerta al pubblico*, cit., 271; S. CORSO, *Le s.r.l. "aperte" al mercato*, cit., 232; E. PEDERZINI, F. DE GOTTARDO, *Incentivi e ostacoli*, cit., 290.

[768] Cfr. N. ABRIANI, *I controlli*, cit., 2061, che, nel descrivere alcuni ipotetici interventi normativi in materia di controlli nella s.r.l., non esclude l'opzione di ritenere che «vada comunque imposta per tutte le società dotate di personalità giuridica la nomina obbligatoria di un revisore legale dei conti, funzione che pare inverso indefettibile in relazione anche alla responsabilità limitata e agli obblighi pubblicitari dei bilanci d'esercizio di tali enti»; M. NOTARI, *Analisi de jure condendo*, cit., 263, secondo il quale la revisione legale dei conti «dovrebbe costituire un requisito necessario per dar luogo alle offerte di capitale».

[769] Come si è ipotizzato *supra*, par. 6.1.

[770] Imporre a tutte le s.r.l. *crowdfunded* di istituire entrambi i tipi di controllo potrebbe, infatti, dissuaderle dall'idea di utilizzare i portali per la raccolta di capitale di rischio, frustrando le finalità del legislatore. Cfr. cap. II, par. 3; cap. III, par. 7, 7.1.

[771] Tesi che si è criticata nel cap. II, par. 3 e 4.

dovrebbe essere bilanciata quantomeno dall'obbligo di istituire l'organo di controllo sulla gestione[772], al quale, eventualmente, per ridurre i costi sostenuti dalla società, potrebbe essere attribuita anche la funzione del controllo contabile[773]. Ragionamento analogo potrebbe valere sul piano dell'autonomia statutaria, nel senso di consentire la compressione del diritto di controllo solo in presenza di un organo di controllo[774].

Inoltre, guardando alla fase di pre-investimento, la pubblicazione nei portali di *crowdfunding* di dati contabili certificati da un professionista costituirebbe una fondamentale tutela per coloro che aspirano ad investire in società che, oltre a non disporre sovente di un liquido mercato secondario nel quale si possa agevolmente esercitare l'*exit*, sono nella maggior parte dei casi strutturalmente poco trasparenti, in quanto di recente costituzione o comunque di piccole dimensioni e dominate da logiche "familiari".

Se quello descritto rappresenta il regime normativo residuale applicabile alle s.r.l. *crowdfunded*, è però necessario tenere conto di più specifiche discipline che, in alcuni casi, impongono la sottoposizione di questo tipo societario al controllo contabile. In queste ipotesi, il legislatore dimostra di essere consapevole dell'importanza della revisione contabile in società che svolgono attività particolarmente rischiose (come quelle innovative) oppure che sono in vario modo connesse al mercato dei capitali o a società che operano in esso.

Il primo caso riguarda le PMI innovative. Tra le condizioni a cui è subordinata l'acquisizione di questa qualifica, e quindi la possibilità di iscriversi nell'apposita sezione del registro delle imprese, è richiesta la «certificazione dell'ultimo bilancio e dell'eventuale bilancio consolidato redatto da un revisore contabile o da una società di revisione iscritti nel registro dei revisori contabili» (art. 4, comma 1, lett. b, d.l. 3/2015). Ad una prima lettura, sembrerebbe che la disposizione richieda tale requisito solo per l'acquisizione della qualifica di PMI innovativa[775]; tuttavia, pare più convincente interpretare la norma nel senso che per mantenere questa qualifica, e le agevolazioni che

[772] O. CAGNASSO, *La s.r.l. piccola e media impresa (P.M.I.)*, cit., 118 e 130.

[773] S. CORSO, *Le s.r.l. "aperte" al mercato*, cit., 236; e, in senso adesivo, D. DE FILIPPIS, *S.r.l. PMI «aperta» (quote finanziarie, raccolta di capitale, crowdfunding)*, in V. DONATIVI (diretto da), *Trattato delle società*, Tomo III, Torino, 2022, 933.

[774] V. *supra*, par. 6.2.

[775] Cfr. S. CORSO, *Le s.r.l. "aperte" al mercato*, cit., 233.

ne conseguono, la società debba attivare in maniera permanente la funzione di revisione contabile, altrimenti non si comprenderebbe quale garanzia possa essere fornita, a distanza di diversi anni, da una certificazione del bilancio relativo all'esercizio in cui avvenne l'iscrizione nel registro delle imprese[776].

Un altro caso riguarda gli enti di interesse pubblico (EIP), presi in considerazione dal d.lgs. 39/2010. In particolare, l'art. 16 d.lgs. cit. dispone che sono EIP, tra l'altro, «le società italiane emittenti valori mobiliari ammessi alla negoziazione su mercati regolamentati italiani e dell'Unione europea» (comma 1), definizione da cui sono senza dubbio escluse le s.r.l. che compiono offerte di *crowdfunding*; tuttavia, lo stesso articolo prevede anche che «negli enti di interesse pubblico, nelle società controllate da enti di interesse pubblico, nelle società che controllano enti di interesse pubblico e nelle società sottoposte con questi ultimi a comune controllo, la revisione legale non può essere esercitata dal collegio sindacale» (comma 2); sicché una s.r.l. ben potrebbe, qualora rientrasse in una delle situazioni indicate dalla norma, essere tenuta a nominare il revisore legale[777].

Discorso analogo vale per gli enti sottoposti a regime intermedio, con riguardo ai quali l'art. 19-*bis*, comma 2, d.lgs. 39/2010 detta una disposizione di tenore identico a quella dell'art. 15, comma 2, appena riportata *supra*; pertanto, le s.r.l. potranno essere tenute alla nomina del revisore quando siano controllate da un ente sottoposto a regime intermedio, controllino un tale ente, oppure insieme ad esso siano sottoposte a comune controllo. Si deve però rilevare che, in seguito all'intervento della l. 21/2024 (*Legge capitali*), dal novero degli enti di diritto intermedio sono stati espunti gli emittenti

[776] L'interpretazione è condivisa dal MINISTERO DELLO SVILUPPO ECONOMICO, *PMI innovative. Certificazione del bilancio in sede di iscrizione alla sezione speciale del registro delle imprese*, n. 3683/C, 3 novembre 2015, reperibile in *www.mimit.gov.it*: «resta fermo che, a regime, e cioè dal primo esercizio successivo alla iscrizione nella sezione speciale, la PMI innovativa è tenuta ad adempiere alla certificazione del bilancio contemporaneamente all'approvazione del medesimo, secondo quanto già precisato con la circolare 3682/C del 3 settembre 2015 e con la nota in data odierna prot. 222697, pena la cancellazione immediata dalla sezione speciale e la decadenza dalle relative agevolazioni, senza possibilità di proroghe o sanatorie o remissioni in termini». Aderiscono all'interpretazione ministeriale: O. CAGNASSO, *S.r.l. aperta*, cit., 1254; F. BRIZZI, *S.r.l. PMI e offerta al pubblico*, cit., 271 *sub* nota 71. Nello stesso senso, v. anche K. MARTUCCI, G. OLIVIERI, *L'ordinamento contabile*, in C. IBBA, G. MARASÀ (a cura di), *Le società a responsabilità limitata*, vol. III, Milano, 2020, 2081 *sub* nota 57.

[777] Cfr. F. BRIZZI, *S.r.l. PMI e offerta al pubblico*, cit., 271 *sub* nota 71; K. MARTUCCI, G. OLIVIERI, *L'ordinamento contabile*, cit., 2081 *sub* nota 57; S. CORSO, *Le s.r.l. "aperte" al mercato*, cit., 232.

"diffusi"[778], sicché gli eventuali legami di controllo tra una s.r.l. e un emittente "diffuso" hanno perso rilevanza ai fini della normativa in esame.

Si noti, infine, che la disciplina dei Mercati di crescita per le PMI impone agli emittenti di pubblicare «un'adeguata informativa finanziaria periodica […] che comprenda quantomeno la relazione finanziaria annuale sottoposta a revisione». Ciò significa che, qualora, si consentisse alle PMI esercitate in forma di s.r.l. di accedere ai Mercati di crescita, esse dovrebbero istituire la funzione di revisione contabile[779].

8. La trasparenza informativa.

Il tema della revisione legale dei conti è inevitabilmente connesso a quello della trasparenza informativa. La sensazione di inadeguatezza rispetto all'esigenza di tutela del socio investitore che è trasmessa dalla possibile assenza di un revisore nelle s.r.l. *crowdfunded* è parimenti generata anche dalla constatazione che tali società possono ricorrere alla redazione del bilancio abbreviato o di quello delle micro-imprese[780]. Infatti, data la dimensione sovente modesta delle imprese che ricorrono al

[778] Sul punto, v. E. LA MARCA, *Sub art. 4*, in P. MARCHETTI, M. VENTORUZZO (a cura di), *Commentario al ddl capitali*, in corso di pubblicazione, 2024, dattiloscritto consultato per la gentilezza dell'Autore.

[779] Cfr. S. CORSO, *Le s.r.l. "aperte" al mercato*, cit., 233; F. BRIZZI, *S.r.l. PMI e offerta al pubblico*, cit., 270; P. BENAZZO, *Il controllo nelle società di capitali*, cit., 1584 che rileva le differenze, sul piano delle strutture di controllo richieste, che intercorrono tra le s.r.l.-PMI *crowdfunded* e le PMI che accedono ai Mercati di crescita.

[780] Cfr. F. BRIZZI, *S.r.l. PMI e offerta al pubblico*, cit., 253. Ai sensi dell'art. 2435-*bis* c.c., possono redigere il bilancio in forma abbreviata le società che non abbiano emesso titoli negoziati in mercati regolamentati e non abbiano superato, nel primo esercizio o, successivamente, per due esercizi consecutivi, due dei seguenti limiti: 1) totale dell'attivo dello stato patrimoniale: 4.400.000 euro; 2) ricavi delle vendite e delle prestazioni: 8.800.000 euro; 3) dipendenti occupati in media durante l'esercizio: 50 unità. Invece, ai sensi dell'art. 2435-*ter* c.c. possono redigere il bilancio delle micro-imprese le società di cui all'art. 2435-*bis*, che non superino due dei seguenti limiti: 1) totale dell'attivo dello stato patrimoniale: 175.000 euro; 2) ricavi delle vendite e delle prestazioni: 350.000 euro; 3) dipendenti occupati in media durante l'esercizio: 5 unità. La facoltà di ricorrere al bilancio abbreviato si sostanzia, in concreto, nella redazione di uno stato patrimoniale, di un conto economico e di una nota integrativa in forme meno articolate rispetto alle loro forme ordinarie, nonché nell'esenzione dal dovere di redigere il rendiconto finanziario e, a determinate condizioni, la relazione sulla gestione. Nel caso del bilancio delle micro-imprese, poi, i documenti contabili risultano ancora meno articolati, potendo mancare del tutto, oltre al rendiconto finanziario, anche la nota integrativa e la relazione sulla gestione. Inoltre, questi due sistemi di regole si differenziano dal bilancio ordinario anche per i diversi criteri di valutazione applicabili ad alcune voci di bilancio, i quali possono determinare un diverso valore delle stesse. Sul tema, v., di recente, M. DI SARLI, *I bilanci abbreviati: una disciplina "a misura" di s.r.l.*, in M. IRRERA (a cura di), *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della Crisi. Studi in onore di Oreste Cagnasso*, Torino, 2020, 943; R. BERTUCCIOLI, *Le modalità di rappresentazione contabile del bilancio*, in V. DONATIVI (diretto da), *Trattato delle società*, Tomo III, Torino, 2022, 1729; O. CAGNASSO, *Tipi societari, categorie*, cit., 2527.

crowdfunding, è inevitabile che la maggior parte di esse disponga dei requisiti che consentono di redigere il bilancio nelle forme semplificate[781]. Tale circostanza stride con la situazione di una società che è protagonista di un'operazione di investimento che coinvolge una massa di investitori anonimi estranei al gruppo di controllo. I *crowdinvestor* potrebbero quindi ottenere informazioni contabili complete solo richiedendole agli amministratori mediante l'esercizio del diritto di controllo, che, però, come si è detto, potrebbe comportare dei costi non indifferenti per dei soci titolari di quote minime[782].

Le società che hanno «emesso titoli negoziati in mercati regolamentati» (art. 2435-*bis*, comma 1, c.c.) sono escluse dall'ambito applicativo della disciplina sul bilancio in forma abbreviata, al fine di offrire adeguata informazione a tutti gli *stakeholder* e in generale al mercato[783]. È però da escludersi che la s.r.l. *crowdfunded* possa rientrare in questa nozione[784]. E ciò non solo per l'aspetto formale legato al fatto che i portali di *crowdfunding* non rientrano nella nozione di "mercato regolamentato", ma altresì per l'aspetto sostanziale che le quote di s.r.l., anche in seguito ad un'offerta di *crowdfunding*, non sono affatto "negoziate" in un sistema che assomigli a quello di un "mercato regolamentato", con l'automatica formazione dei prezzi dei titoli. Qualora si riconoscesse alle s.r.l. la possibilità di accedere ai Mercati di crescita per le PMI, istituiti in forma di sistema multilaterale di negoziazione (MTF), sarebbe quantomeno integrato il requisito della negoziazione in una sede di negoziazione, ma rimarrebbe comunque il problema formale della impossibilità di ricondurre tale tipo di *tranding venue* alla

[781] Basti pensare che, come riportano K. MARTUCCI, G. OLIVIERI, *L'ordinamento contabile*, cit., 2086, solo il 2% delle s.r.l. esistenti è tenuto a redigere il bilancio in forma ordinaria.

[782] F. BRIZZI, *S.r.l. PMI e offerta al pubblico*, cit., 253; M. DI SARLI, *I bilanci abbreviati*, cit., 957. Cfr. K. MARTUCCI, G. OLIVIERI, *L'ordinamento contabile*, cit., 2085, che osserva come l'eventuale difetto di informativa del bilancio potrebbe, nella s.r.l.-PMI aperta, non essere compensato dal potere di controllo individuale dei soci.

[783] R. BERTUCCIOLI, *Le modalità*, cit., 1730; K. MARTUCCI, G. OLIVIERI, *L'ordinamento contabile*, cit., 2082 *sub* nota 61.

[784] E. PEDERZINI, F. DE GOTTARDO, *Incentivi e ostacoli*, cit., 302 s.; O. CAGNASSO, *S.r.l. aperta*, cit., 1235; G.A. POLICARO, *Dalle s.r.l. emittenti sui portali*, cit., 117; F. BRIZZI, *S.r.l. PMI e offerta al pubblico*, cit., 256; M. DI SARLI, *I bilanci abbreviati*, cit., 955, secondo cui la riconduzione delle s.r.l. "aperte" al novero degli emittenti titoli negoziati in mercati regolamentati, sebbene impedita da elementi formali, sarebbe però auspicabile in quanto risponderebbe alla medesima *ratio* per la quale quegli emittenti sono stati esclusi dall'ambito applicativo della disciplina del bilancio abbreviato. Sul tema v. anche K. MARTUCCI, G. OLIVIERI, *L'ordinamento contabile*, cit., 2086.

nozione di "mercato regolamentato"[785]. Eppure, la redazione del bilancio abbreviato per le società i cui titoli circolano nei Mercati di crescita appare incompatibile con la disciplina regolamentare dedicata all'unico Mercato di crescita italiano. Infatti, il regolamento dell'*Euronext growth Milan*, al punto n. 18, impone alle società emittenti la pubblicazione del rendiconto finanziario, documento che l'art. 2435-*bis* c.c., invece, non richiede alle società abilitate a redigere il bilancio in forma abbreviata[786].

Guardando al piano dell'autonomia statutaria, è certo che – come si è affermato anche con riferimento all'istituzione delle funzioni di controllo – le s.r.l. minori dispongono comunque della facoltà di adottare il bilancio ordinario, se ritengono tale accorgimento utile per attirare più investitori sui portali di *crowdfunding*[787]. La scelta spetterebbe agli amministratori[788], ma pare plausibile che i soci possano vincolarli ad adottare il bilancio ordinario mediante una clausola statutaria[789]. Questa considerazione, però, riposando sull'esercizio di una facoltà da parte dei soci, non è sufficiente a risolvere il problema della potenziale carenza di informazione per gli investitori, che risulta essere uno dei più gravi limiti rinvenibili nello statuto normativo della s.r.l. "aperta"[790].

---

[785] Cfr. E. PEDERZINI, F. DE GOTTARDO, *Incentivi e ostacoli*, cit., 302 s.; M. DI SARLI, *I bilanci abbreviati*, cit., 955. Discorso analogo a quello svolto nel testo con riguardo ai mercati di crescita vale per le s.r.l. che abbiano emesso titoli di debito, giovandosi della disciplina dei *mini-bond*, negoziati in MTF a ciò dedicati: anche in tal caso non si potrebbe considerare queste s.r.l. come società che hanno emesso titoli negoziati in mercati regolamentati.

[786] Il punto n. 18 del Regolamento emittenti dedicato all'*Euronext growth Milan* prevede: «l'informazione contenuta nella relazione semestrale deve includere almeno lo stato patrimoniale, il conto economico e il *rendiconto finanziario*». Per questa osservazione, v. anche M. DI SARLI, *I bilanci abbreviati*, cit., 956, la quale, però, si riferisce al regolamento del precedente mercato di crescita che era denominato AIM Italia. Tra l'altro, si noti che anche la stessa disciplina legale dei mercati di crescita impone alle società emittenti di pubblicare un documento, cioè la «relazione finanziaria annuale» (art. 69, comma 2, lett. d, Tuf), che non è menzionato dall'art. 2435-*bis* c.c. tra quelli che devono essere predisposti da parte delle imprese che redigono il bilancio in forma abbreviata.

[787] Cfr. F. BRIZZI, *S.r.l. PMI e offerta al pubblico*, cit., 261; K. MARTUCCI, G. OLIVIERI, *L'ordinamento contabile*, cit., 2087; E. PEDERZINI, F. DE GOTTARDO, *Incentivi e ostacoli*, cit., 301.

[788] M. DI SARLI, *I bilanci abbreviati*, cit., 944.

[789] O. CAGNASSO, *Tipi societari, categorie*, cit., 2535.

[790] Cfr. O. CAGNASSO, *S.r.l. aperta*, cit., 1234; ID., *S.r.l. aperta*, cit., 1234, che nota anche come le s.r.l. micro-imprese sarebbero persino autorizzate a pubblicare solo documenti contenenti «schemi numerici», senza note o relazioni esplicative; P. BENAZZO, *Categorie di quote*, cit., 1466; F. BRIZZI, *S.r.l. PMI e offerta al pubblico*, cit., 255.

Si può osservare come la *ratio* della disciplina del bilancio abbreviato, cioè ridurre i costi e le complessità per le imprese di minori dimensioni[791], appaia a prima vista compatibile con la *ratio* della disciplina del *crowdfunding*, cioè sostenere le imprese minori, agevolandole nella raccolta di capitale di rischio. Allora, l'imposizione del bilancio ordinario alle imprese che ricorrono al *crowdfunding* risulterebbe controproducente, potendole dissuadere dall'idea di compiere un'offerta sui portali[792]. Tuttavia, su un altro fronte, le due discipline si mostrano meno compatibili. Invero, dalla disciplina del bilancio abbreviato sembra trasparire l'idea del legislatore che le società autorizzate ad avvalersi di questo strumento di semplificazione contabile non abbiano una particolare vocazione internazionale e che, pertanto, il loro bilancio non sia destinato ad essere confrontato con quello delle società che utilizzano i criteri IAS/IFRS: infatti, come è stato notato, le semplificazioni riguardano proprio quei criteri di valutazione che il d.lgs. 139/2015 ha introdotto per rendere maggiormente uniformi i bilanci IAS/IFRS con quelli civilistici[793]. Inoltre, dagli artt. 2 ss. d.lgs. 38/2005 si evince il divieto di utilizzare i criteri IAS/IFRS per le imprese autorizzate a redigere il bilancio in forma abbreviata, il che sarebbe una conferma del fatto che il legislatore attribuisce a tali imprese una ridotta vocazione internazionale[794]. Ciò, però, risulta apertamente in contrasto con la finalità principale del Reg. UE 2020/1503, cioè agevolare la prestazione transfrontaliera dei servizi di *crowdfunding*[795]. Non v'è dubbio che – come dimostra la recente estensione agli emittenti MTF della facoltà di utilizzare i principi contabili internazionali[796] – una maggiore omogeneità nella redazione dei bilanci delle imprese

[791] R. BERTUCCIOLI, *Le modalità*, cit., 1729; M. DI SARLI, *I bilanci abbreviati*, cit., 943; F. BRIZZI, *S.r.l. PMI e offerta al pubblico*, cit., 255; G. ZANARONE, *La s.r.l. A vent'anni*, cit., 48 e 332 ss.

[792] Cfr. F. BRIZZI, *S.r.l. PMI e offerta al pubblico*, cit., 257, che ritiene inefficiente una simile imposizione.

[793] M. DI SARLI, *I bilanci abbreviati*, cit., 943 s.

[794] Cfr. K. MARTUCCI, G. OLIVIERI, *L'ordinamento contabile*, cit., 2083 s.; F. BRIZZI, *S.r.l. PMI e offerta al pubblico*, cit., 256 *sub* nota 32.

[795] Come emerge in vari passaggi del Regolamento, tra cui i Considerando 6, 7, 8, 30.

[796] La recente l. 21/2024 (*Legge capitali*), modificando l'art. 2 d.lgs. 38/2005, ha esteso la facoltà di redigere il bilancio secondo i principi contabili internazionali agli emittenti MTF, in ragione della internazionalizzazione delle sedi di negoziazione diverse dai mercati regolamentati: cfr. ASSONIME, *Legge 5 marzo 2024, n. 21: interventi a sostegno della competitività del mercato dei capitali*, Circolare n. 6, 13 marzo 2024, 27. Si tratta di una previsione che potrebbe produrre effetti sul bilancio delle s.r.l. "aperte", qualora esse venissero ammesse negli MTF.

che ricorrono al *crowdfunding* nei diversi Stati membri possa giovare alla creazione di una dimensione transnazionale per questo particolare mercato[797].

Constatando l'inadeguatezza della disciplina in materia di trasparenza delle società finanziate tramite *crowdfunding*, pare auspicabile un intervento legislativo che incrementi la tutela informativa per i soci investitori e, inoltre, induca le imprese italiane ad adottare schemi contabili più facilmente confrontabili con quelli stranieri. Di pari passo, pare auspicabile anche un intervento legislativo che introduca l'obbligo per le s.r.l. "aperte" di istituire la funzione di revisione contabile[798]. Tali soluzioni risultano opportune, a maggior ragione, nell'ottica di dotare le s.r.l. di un mercato secondario, per il corretto funzionamento del quale è imprescindibile il mantenimento di un adeguato livello di trasparenza informativa da parte degli emittenti[799].

Per ovviare alla carenza dell'informazione prodotta dalle società *crowdfunded*, parte della dottrina ritiene che si potrebbe valorizzare il disposto dell'art. 2435-*bis*, comma 5, c.c., che, nel disciplinare il contenuto del bilancio abbreviato, fa salvo quanto previsto dai commi 3, 4, 5, dell'art. 2423 c.c.[800] Si tratta delle regole in base alle quali: se le informazioni richieste da specifiche disposizioni di legge non sono sufficienti a dare una rappresentazione veritiera e corretta, si devono fornire le informazioni complementari necessarie allo scopo (comma 3); non occorre rispettare gli obblighi in tema di rilevazione, valutazione, presentazione e informativa quando la loro osservanza abbia effetti irrilevanti al fine di dare una rappresentazione veritiera e corretta (comma 4); una determinata disposizione in materia di bilancio non deve essere applicata se è incompatibile con la rappresentazione veritiera e corretta dei dati contabili (comma 5). Tali regole, espressione dei principi di verità e correttezza che devono ispirare la redazione del bilancio, insieme al principio di chiarezza (se lo si ritiene applicabile al

[797] Sulla funzione di armonizzazione dei principi contabili internazionali, v. T. ONESTI, *Considerazioni introduttive e di metodo allo studio dei bilanci d'impresa*, in V. DONATIVI (diretto da), *Trattato delle società*, Tomo III, Torino, 2022, 1635.

[798] G. ZANARONE, *La s.r.l. A vent'anni*, cit., 345.

[799] Osservazioni simili sono svolte da F. BRIZZI, *S.r.l. PMI e offerta al pubblico*, cit., 259. Sulle funzioni (di *pricing* e *governance*) dell'informazione societaria, soprattutto nell'ambito delle società aperte al mercato, v. G. FERRARINI, *I costi dell'informazione societaria per le PMI: mercati alternativi, crowdfunding e mercati privati*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2013, 1, 204 ss.

[800] O. CAGNASSO, *S.r.l. aperta*, cit., 1236; K. MARTUCCI, G. OLIVIERI, *L'ordinamento contabile*, cit., 2086 s.; M. DI SARLI, *I bilanci abbreviati*, cit., 958; G. ZANARONE, *La s.r.l. A vent'anni*, cit., 345; F. BRIZZI, *S.r.l. PMI e offerta al pubblico*, cit., 258 s.; P. BENAZZO, *Categorie di quote*, cit., 1466.

bilancio abbreviato[801]), svolgono quindi la funzione di imporre agli amministratori, se non di redigere il bilancio in forma ordinaria[802], quantomeno di integrare il bilancio abbreviato con le informazioni che siano necessarie per offrire una corretta rappresentazione della situazione della società che ha fatto ricorso al *crowdfunding*, al fine di tenere conto delle esigenze informative dei soci *crowdinvestor*[803].

Naturalmente, le osservazioni fin qui svolte non riguardano, almeno non necessariamente, la fase di offerta sul portale. Come si è detto nel par. 2 di questo capitolo, un'offerta di *crowdfunding* può essere eseguita anche da una società priva di qualsiasi documento contabile, in quanto neocostituita; in questi casi, il problema della sinteticità delle informazioni contenute nei bilanci in forme semplificate non avrebbe neanche senso di porsi. Infatti, è lo stesso Reg. ECSP che, per favorire l'accesso al capitale di rischio delle imprese minori, consente espressamente di ricorrere al *crowdfunding* a società che offrono scarsi – o pressoché nulli – livelli di trasparenza informativa.

[801] L'ipotesi di estendere al bilancio abbreviato il principio di chiarezza potrebbe suscitare alcune perplessità, poiché tale principio è previsto dal comma 2 dell'art. 2423 c.c., comma che non è espressamente richiamato dall'art. 2435-*bis* c.c. Secondo alcuni autori il principio di chiarezza non trova applicazione rispetto a bilanci che sono per legge autorizzati a fornire meno informazioni (cfr. K. MARTUCCI, G. OLIVIERI, *L'ordinamento contabile*, cit., 2087, che riporta il pensiero di M. CARATOZZOLO, *Art. 2435-bis*, in F. D'ALESSANDRO (diretto da), *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, vol. II, tomo II, Padova, 2010, 761). Secondo altri autori, invece, il principio di chiarezza andrebbe applicato anche ai bilanci abbreviati, ma in misura proporzionata rispetto agli *standard* informativi che sono richiesti alle imprese minori, costituendo tale principio «un prezioso correttivo ad un eccesso di semplificazioni, che potrebbero compromettere la significatività del bilancio e quindi dell'informazione» (O. CAGNASSO, *Tipi societari, categorie*, cit., 2536 s., e 2538 donde è tratta la citazione; K. MARTUCCI, G. OLIVIERI, *L'ordinamento contabile*, cit., 2087; F. BRIZZI, *S.r.l. PMI e offerta al pubblico*, cit., 258; M. DI SARLI, *I bilanci abbreviati*, cit., 958).

[802] Come ipotizzano alcuni autori, tra cui O. CAGNASSO, *Tipi societari, categorie*, cit., 2537 s.; ID., *S.r.l. aperta*, cit., 1236; F. BRIZZI, *S.r.l. PMI e offerta al pubblico*, cit., 258.

[803] O. CAGNASSO, *S.r.l. aperta*, cit., 1236; P. BENAZZO, *Categorie di quote*, cit., 1466; K. MARTUCCI, G. OLIVIERI, *L'ordinamento contabile*, cit., 2086 s.; M. DI SARLI, *I bilanci abbreviati*, cit., 958; G. ZANARONE, *La s.r.l. A vent'anni*, cit., 345; F. BRIZZI, *S.r.l. PMI e offerta al pubblico*, cit., 258 s., secondo il quale la soluzione descritta nel testo ha anche il pregio di «riservare alle s.r.l. PMI […] un certo margine di flessibilità organizzativa. Quella flessibilità che […] deve pur sempre essere mantenuta, a pena di frustrare l'intento legislativo di incentivare le PMI ad accedere ai mercati finanziari». Il che, secondo l'Autore, è anche «in linea con il dovere dell'ente di adottare un assetto, non solo organizzativo ed amministrativo, ma anche contabile, adeguato alla natura e alle dimensioni dell'impresa».

SEZIONE II

PREROGATIVE DI *EXIT* DEL SOCIO *CROWDINVESTOR*. LIMITI E PROSPETTIVE DI UNA DISCIPLINA SOCIETARIA NON VOCATA AL MERCATO

9. Il bilanciamento tra *voice* ed *exit* per la tutela del socio investitore.

Nei precedenti paragrafi di questo capitolo si è tentato di ricostruire alcuni dei principali profili della disciplina della s.r.l. "aperta", ponendo particolare attenzione alle prerogative di *voice* di cui dispone il socio *crowdinvestor* per la tutela della propria posizione e all'impatto che l'esercizio di tali prerogative produce sulla società e sul suo ordinato funzionamento. Tra gli strumenti di tutela del socio si devono però considerare anche quelli che consentono di effettuare il disinvestimento (c.d. *exit*), i quali, seppure in maniera diversa rispetto alla *voice*, sono comunque in grado di incidere sul funzionamento e sulla stabilità dell'organismo.

Il corretto dosaggio delle posizioni di potere (*voice* ed *exit*) riconosciute ai soci può essere determinante nel decretare il "successo" di un tipo (come la s.p.a. o la s.r.l.) o sotto-tipo (come la s.p.a. quotata o la s.r.l. "aperta"[804]) societario. Si tratta di una ponderazione che si dovrebbe riscontrare nella legge, la quale predispone i veicoli societari di cui gli operatori potranno servirsi in maniera tale che ai soci siano attribuite prerogative di *voice* e di *exit* più, o meno, incisive a seconda del tipo societario, della sua vocazione al mercato[805] e, in definitiva, del modello socio-economico ad esso sotteso[806]. Una simile opera di ponderazione, poi, può essere svolta anche

[804] Sulla «destrutturazione e "pluri-modulazione" in "sotto-tipi" della s.r.l.» nella legislazione che è seguita alla Riforma del diritto societario del 2003, v. P. MONTALENTI, *Il diritto societario dai "tipi" ai "modelli"*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2016, 4, I, 421. Sulla suddivisione del "tipo" s.p.a. nei diversi "sotto-tipi" delle società che non fanno ricorso al capitale di rischio e di quelle che vi fanno ricorso, e, nell'ambito di queste ultime, di quelle con azioni quotate oppure "diffuse", v. G. ZANARONE, *Il ruolo del tipo societario dopo la riforma*, in P. ABBADESSA, G.B. PORTALE (a cura di), *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gianfranco Campobasso*, Torino, 2006, 59.

[805] Si pensi, ad esempio, al fatto che il legislatore (con gli artt. 2437, comma 3, e 2473, comma 2, c.c.) consente il recesso *ad nutum* solo nelle società, contratte a tempo indeterminato, "non quotate" (quindi in alcune s.p.a. e in tutte le s.r.l.), poiché in quelle quotate «la negoziazione sul mercato consente ugualmente di realizzare il disinvestimento a valori, poiché di mercato, "equi"» (così, C. ANGELICI, *La riforma delle società*, cit., 88).

[806] Così, il legislatore può regolare un tipo (o sotto-tipo) societario rendendolo particolarmente adatto a iniziative economiche condotte da un numero ristretto di soci-imprenditori, la cui permanenza nella compagine è tendenzialmente stabile (c.d. società "chiuse"); oppure, può disciplinare un tipo societario in modo tale che sia particolarmente adatto ad attività che coinvolgono, oltre a un gruppo di soci-imprenditori, anche un gran numero di soci-investitori, la cui presenza nella compagine può essere solo momentanea, in quanto rispondente alla personale strategia di investimento seguita da ciascun investitore

dall'autonomia statutaria, che, nei limiti entro cui può dispiegarsi, è abilitata a determinare il concreto contenuto delle prerogative di *voice* e di *exit* attribuite dalle partecipazioni, potendo così "costruire" una società più, o meno, adatta a determinati tipi di esigenze[807]. In questo caso, il corretto dosaggio delle posizioni di potere dei soci è utile per aumentare l'attrattività di una specifica società dinanzi ai potenziali investitori.

Posto che *voice* ed *exit* rappresentano strumenti di tutela per i soci (c.d. *autotutela*), la scelta legislativa circa l'ampiezza e il grado di incisività di queste prerogative è influenzata anche degli strumenti di *eterotutela* previsti in quel tipo societario[808]: così, in una società che può essere priva di un organo di controllo (come la s.r.l.) pare scelta opportuna prevedere poteri di *voice* di una certa significatività in capo ai soci[809]; diversamente, risulta più giustificata la compressione di tali poteri in società obbligatoriamente dotate delle funzioni di controllo (come la s.p.a.). Un tipo societario

---

(c.d. società "aperte"). Nel primo caso, un mercato delle partecipazioni è tendenzialmente assente; nel secondo caso, l'esistenza di un mercato è tratto caratterizzante del tipo (o sotto-tipo). Evidentemente, ciò si riverbera sul dosaggio delle prerogative di *voice* e di *exit* di cui dispone il socio, come si può evincere dalla disciplina della s.r.l. e della s.p.a. Basti pensare al fatto che, nella s.r.l., la maggior parte delle prerogative di *voice* è attribuita in via individuale al socio, a fronte però di una più rigida disciplina dell'*exit* mediante cessione della partecipazione e dell'assenza di un mercato secondario; invece, nella s.p.a., il depotenziamento della *voice* (attuato sia sottoponendo l'esercizio delle relative prerogative al possesso di un'aliquota minima di capitale, sia eliminando del tutto alcune prerogative esistenti nella s.r.l.) è bilanciato dalla maggiore facilità di disinvestimento dovuta all'utilizzo dei titoli azionari o, nelle s.p.a. "aperte", al mercato. Al contempo, però, nelle s.p.a. "aperte", alcuni aspetti della *voice* vengono potenziati rispetto alla s.p.a. di diritto comune (mediante una riduzione delle aliquote richieste per l'esercizio delle prerogative), perché il legislatore valorizza in questo caso l'esigenza di incentivare la partecipazione delle minoranze "disperse". Sull'uso del "metodo tipologico" per analizzare il modello socio-economico sotteso alla s.r.l. e alla s.p.a., si rinvia a quanto già osservato nel cap. II, par. 3.

[807] Per quanto riguarda la *voice*, si pensi ad una s.p.a. il cui statuto riduca le soglie richieste per l'esercizio di alcune prerogative, così potenziando la posizione del singolo azionista e rendendola più simile a quella del quotista di s.r.l. (per esempio, prevedendo la legittimazione individuale all'impugnazione delle deliberazioni assembleari, ai sensi dell'art. 2373, comma 3, c.c.). Per quanto riguarda l'*exit*, si pensi, in generale, alla facoltà di prevedere ipotesi convenzionali di recesso, sia nella s.p.a. che nella s.r.l., per potenziare la posizione dei soci (soprattutto di minoranza). Inoltre, si pensi ad una s.r.l. *crowdfunded* il cui statuto preveda il meccanismo di circolazione delle partecipazioni mediante intestazione delle stesse ad un intermediario (come previsto dall'art. 100-*ter*, comma 2, Tuf).

[808] E infatti, la potenziale assenza di controlli istituzionali può essere controbilanciata dall'attribuzione ai soci di prerogative individuali più incisive. Cfr. P. MARCHETTI, *Controlli sulla costituzione e sul funzionamento della società a responsabilità limitata*, in V. AFFRENI, L. DE ANGELIS (a cura di), *"Progetto Mirone" e modelli organizzativi per la piccola e media impresa*, Milano, 2001, 79, secondo il quale gli strumenti di *voice* e di *exit* esercitabili dal socio a propria tutela, come l'azione individuale di responsabilità e il diritto di recesso, possono essere in grado di indurre i gestori a comportarsi in maniera corretta, a prescindere dall'esistenza di controlli interni.

[809] Il che non implica, però, che i due controlli (quello istituzionale e quello del socio) siano intesi dal legislatore come sostituti perfetti: cfr. E. PEDERZINI, *La funzione di controllo interno*, cit., 431 s.

che escludesse i controlli istituzionali e offrisse ridotte prerogative di *voice* ai soci (di minoranza), presumibilmente, non verrebbe "premiato" dagli operatori, perché gli eventuali soci fondatori avrebbero difficoltà a reperire altri soggetti disposti ad investirvi. Verrebbe, poi, premiato ancor meno se, in aggiunta alle mancanze descritte, vi fossero anche ridotte possibilità di *exit*: in tal caso, gli investitori non potrebbero tutelare la propria posizione neanche tramite l'agevole smobilizzo della partecipazione[810].

Il caso-limite appena ipotizzato è prova dell'importanza che la disciplina dei tipi societari[811] preveda un corretto equilibrio tra le posizioni di potere delle diverse tipologie di soci che possono essere coinvolti in una società (in estrema sintesi, soci di maggioranza e di minoranza)[812].

È dunque giocoforza domandarsi se tale equilibrio sia rinvenibile nella s.r.l. che viene definita "aperta"; in altri termini, domandarsi se le prerogative di *exit* del socio *crowdinvestor* siano tali da assicurare un'adeguata tutela alla sua posizione e in che modo esse si bilancino con le prerogative di *voice*.

---

[810] Cfr. G. ZANARONE, *L'accentuazione dell'autonomia statutaria nella nuova società a responsabilità limitata*, in V. AFFRENI, L. DE ANGELIS (a cura di), *"Progetto Mirone" e modelli organizzativi per la piccola e media impresa*, Milano, 2001, 25 ss., secondo il quale non è corretta l'idea che, nelle società "chiuse", la disciplina dovrebbe lasciare completa libertà ai soci di determinare statutariamente le proprie prerogative, anche rinunziandovi preventivamente, sul presupposto che, in quanto soci-imprenditori, sarebbero capaci di regolare la propria posizione in società nella maniera che ritengono più confacente ai propri interessi; anzi, secondo l'Autore, paradossalmente, proprio in una società "chiusa", è necessario che la legge ponga dei limiti imperativi alla possibilità dei soci di comprimere i propri diritti, poiché in tale tipo di società «mancando per definizione un mercato delle quote […], il socio non è sicuro di potersi sottrarre attraverso il trasferimento della propria partecipazione alle conseguenze di una clausola rivelatasi nel tempo pregiudizievole».

[811] Nel testo si fa riferimento all'opera di "calibrazione" della *voice*, in base alla presenza o meno dell'organo di controllo e/o di agevoli possibilità di *exit*, realizzata dal legislatore. Ma un ragionamento analogo potrebbe estendersi alla medesima opera di calibrazione realizzata, nei limiti che le sono consentiti, dall'autonomia statutaria: è evidente che una società priva di un organo di controllo, nonché priva di un mercato secondario, sarebbe ben poco attrattiva per gli investitori qualora offrisse ad essi quote prive, ad esempio, sia del diritto di voto che del diritto di controllo individuale, oppure prive di diritti di *exit* convenzionali (come clausole di covendita o ipotesi specifiche di recesso eventualmente previste per i titolari di determinate categorie di quote). Nel bilanciamento, poi, andrebbero valutati anche i diritti patrimoniali, la cui maggiorazione potrebbe talvolta essere capace di controbilanciare carenze sul piano dei diritti amministrativi.

[812] Cfr. ancora l'estratto, riportato *supra* in nota, di G. ZANARONE, *L'accentuazione dell'autonomia statutaria*, cit., 25 ss., il quale svolgeva tali osservazioni con riguardo all'allora progetto di riforma del diritto societario (c.d. "progetto Mirone", licenziato il 15 febbraio 2000), proprio nell'ottica di disegnare un tipo societario che offrisse il migliore bilanciamento possibile tra le esigenze di tutela (dei terzi, dei soci di minoranza e di maggioranza) che orbitano intorno a una società.

È ben noto che il socio di s.r.l. dispone di penetranti diritti di *voice*, ma di scarse possibilità di *exit*. Come si è detto nel corso del lavoro, la potenziale mancanza delle funzioni di controllo nella maggior parte delle s.r.l. *crowdfunded* suggerisce l'opportunità che in capo ai soci *crowdinvestor* permangano le prerogative di *voice* previste dalla legge. Tuttavia, la loro posizione di soci di minoranza, spesso privi del diritto di voto e talora anche incapaci di sfruttare adeguatamente il diritto di controllo individuale, suggerisce, a sua volta, che alla tutela del *crowdinvestor* gioverebbe grandemente il potenziamento dell'*exit*. A maggior ragione, quindi, sembra preferibile non condividere quelle posizioni dottrinali che ipotizzano l'automatico "svuotamento" della *voice* del socio investitore di s.r.l. "aperta": in tal caso, senza un bilanciamento almeno sul piano dell'*exit*, il socio investitore verrebbe a trovarsi, oltre che "impotente", anche "prigioniero"[813].

Si deve però considerare che i diversi strumenti di *exit* non hanno tutti le stesse implicazioni per l'impresa. In caso di ridotte possibilità di alienazione della quota, la principale "via d'uscita" per il socio è il recesso. Questo strumento, però – come meglio si dirà nel prossimo paragrafo – incide negativamente sulla patrimonializzazione, se non anche sull'esistenza stessa, della società.

10. (*Segue*) L'*exit* come strumento per l'efficienza della società.

All'*exit* può essere riconosciuta una doppia funzione: per il socio, strumento di tutela; per la società, stimolo all'efficienza (anche grazie al "giudizio del mercato" che consegue all'esercizio dell'*exit*).

Si deve considerare che «la realtà imprenditoriale della società, ed il carattere stesso "relazionale" del rapporto societario, impone necessariamente un processo di continua negoziazione dei suoi comportamenti e delle posizioni giuridiche che vi si puntualizzano»[814]. Nelle società aperte, tali negoziazioni sono (positivamente) influenzate dal mercato, poiché esso, da un lato, incentiva comportamenti corretti ed

[813] Cfr., per l'osservazione che «l'alternativa rispetto ai diritti di *voice* è il diritto di *exit*», S. FORTUNATO, *Riflessioni generali*, in G. CIAN (a cura di), *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, Padova, 2004, 268 s.

[814] Così, C. ANGELICI, *Soci e minoranze nelle società non quotate*, in C. ANGELICI, *Attività e organizzazione. Studi di diritto delle società*, Torino, 2007, 148.

efficienti, onde evitare un deprezzamento dei titoli[815], dall'altro, consente alla parte scontenta degli esiti delle negoziazioni di liberarsi agevolmente del rapporto societario[816]. Diversamente, nelle società chiuse, le negoziazioni avvengano in uno scenario delimitato dal ristretto "mercato" di cui fanno parte solo i soci, un mercato dominato da posizioni monopolistiche, che può portare a comportamenti opportunistici (con i conseguenti *agency costs*) e che, in definitiva, può condurre la società a scelte inefficienti[817].

In tale scenario, l'*exit*, pur dando effettività all'elementare principio in base al quale «*se non ti sta bene, te ne vai*»[818], non costituisce solo uno strumento per la tutela di *extrema ratio* del socio[819]. Invero, come l'esercizio della *voice* permette di incidere direttamente su alcune scelte della società, così anche le prerogative di *exit* possono incidervi: è questa una caratteristica sia dell'*exit* esercitato mediante alienazione, sia del diritto di recesso[820], che, grazie alla sua portata di «strumento di negoziazione» (*bargaining chip*), permette di influenzare le scelte della società[821]. Quella della "via d'uscita" percorsa dal socio, infatti, non è una scelta neutrale per la società. Se, in astratto, è corretto che la tutela del socio con ridotti strumenti di *voice* richieda

---

[815] G. PERONE, *Il tipo di società: profili di rilevanza del dato numerico*, in U. MORERA, G. OLIVIERI, M. STELLA RICHTER jr (a cura di), *La rilevanza dei numeri nel diritto commerciale*, Milano, 2001, 101 s. Si pensi non solo al fatto che un eccesso di ordini di vendita da parte degli attuali soci, intenzionati ad esercitare l'*exit*, può determinare un deprezzamento del titolo, ma soprattutto alle conseguenze sul prezzo del titolo stesso che, in una società "aperta", derivano dall'esercizio delle prerogative di *voice*: ad esempio, l'invalidazione di una delibera statutaria o l'esercizio dell'azione di responsabilità, potendo determinare un "giudizio" negativo da parte del mercato, rappresentano strumenti idonei a dissuadere la maggioranza dalla reiterazione di comportamenti illegittimi (C. ANGELICI, *Soci e minoranze*, cit., 155 s.).

[816] Anzi, in una società "aperta", gli stessi soci "lesi" da un comportamento gestorio potrebbero preferire l'*exit* piuttosto che esercitare l'azione di responsabilità, poiché quest'ultima comporterebbe il deprezzamento anche della loro stessa partecipazione (cfr. C. ANGELICI, *Soci e minoranze*, cit., 157).

[817] C. ANGELICI, *Soci e minoranze*, cit., 149 s. L'assenza di un meccanismo di automatico "apprezzamento" delle partecipazioni riduce gli incentivi, per la maggioranza, ad adeguarsi agli interessi della minoranza, generando *agency costs* e, quindi, inefficienza (ID., *La tutela delle minoranze*, in *Società*, 1999, 7, 786; ID., *Soci e minoranze*, cit., 144 e 148).

[818] L'espressione è di S. FORTUNATO, *Riflessioni generali*, cit., 269.

[819] Sull'originaria natura del recesso quale strumento esclusivamente di tutela del socio di minoranza, v. V. DI CATALDO, *Tutela delle minoranze e diritto al disinvestimento*, in F. BARACHINI (a cura di), *La tutela del socio e delle minoranze*, Milano, 2018, 67.

[820] «In questo senso, il diritto di recesso cessa di essere solo uno strumento di *exit* e diviene anche strumento di *voice*» (così, V. DI CATALDO, *Tutela delle minoranze*, cit., 72).

[821] Così, C. ANGELICI, *La riforma delle società*, cit., 86 ss.; ID., *La società per azioni*, cit., 62; ID., *La tutela delle minoranze*, cit., 786. Nello stesso, v. la Relazione di accompagnamento alla riforma del 2003, par. 11. Cfr., di recente, M. STELLA RICHTER jr, *In tema di recesso dalla società a responsabilità limitata*, in *Rivista del diritto commerciale*, 2020, 2, I, 277 s.

quantomeno un potenziamento di quelli di *exit*[822] – e infatti questo sembra essere uno dei motivi di fondo della riforma del 2003[823], almeno con riguardo alla s.p.a.[824] – è anche vero che l'esercizio del diritto di recesso, in caso di mancato acquisto della quota del socio recedente da parte degli altri soci o di terzi, può minare la capitalizzazione, se non anche la stessa esistenza, della società[825]. Il diritto di recesso presenta quindi una natura di «contropotere»[826], di «strumento di pressione sugli altri soci»[827], utilizzabile per incidere sulle scelte della società, e quindi, «in una logica di mercato, per tendere alla sua efficienza»[828]. L'efficienza – pur non mancando al riguardo posizioni critiche, motivate anche dalla possibilità che il recesso sia utilizzato in maniera strumentale[829] –

[822] Cfr. S. FORTUNATO, *Riflessioni generali*, cit., 268 s.; C. ANGELICI, *La riforma delle società,* cit., 87.

[823] G. ROSSI, A. STABILINI, *Virtù del mercato e scetticismo delle regole: appunti a margine delle riforma del diritto societario*, in *Rivista delle società*, 2003, 1, 6.

[824] Cfr. S. FORTUNATO, *I principi ispiratori della riforma delle società di capitali*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2003, 6, I, 732, che, nel rilevare l'attenuazione delle tutele endosocietarie dei singoli soci e delle minoranze, a vantaggio dei gruppi di controllo, rileva che ciò non riguarda invece la s.r.l., disegnata dal legislatore come «modello "tuttofare", che può essere piegato alla più spinta tutela personalistica del singolo socio (con effetti forse eccessivamente destabilizzanti) come anche alle logiche dell'organizzazione corporativa capitalistica di tipo maggioritario».

[825] S. FORTUNATO, *Riflessioni generali*, cit., 268 s. Non a caso, proprio la ricerca di un «equilibrio tra le esigenze di lungo termine dell'impresa e quelle di breve termine del socio-investitore» sta alla base dell'origine storica della società per azioni e della tecnica azionaria che consente all'investitore di smobilizzare il proprio investimento senza depauperare l'organismo societario (così, C. ANGELICI, *La riforma delle società*, cit., 87). Il problema è così rilevante che, prima della riforma del 2003, per tutelare sia l'interesse della società a mantenere la destinazione produttiva al patrimonio sociale, che quello dei creditori a conservare la garanzia rappresentata dal patrimonio sociale, il recesso era consentito in sole tre ipotesi tassative (cfr. S. FORTUNATO, *La società a responsabilità limitata*, cit., 149 ss.): se ne deduce che il recesso non aveva la portata di *bargaining chip* che invece possiede ora.

[826] Così, C. ANGELICI, *La società per azioni*, cit., 62.

[827] Così, V. DI CATALDO, *Tutela delle minoranze*, cit., 71 s., che definisce il recesso come strumento di tutela delle minoranze e, al contempo, di rinegoziazione del progetto societario.

[828] Così, C. ANGELICI, *La riforma delle società*, cit., 89. In senso fortemente critico nei confronti di questa concezione del diritto di recesso accolta dalla Riforma del 2003, v. M.G. PAOLUCCI, *La tutela del socio*, cit., 108 s.: «la scelta operata lascia quantomeno perplessi, ed è contraria alla stessa idea per la quale esistono le società, che ha sempre visto nel recesso un'*extrema ratio*, non la regola generale su cui creare nuovi equilibri tra maggioranza e minoranza. Del resto, il fine perseguito da un soggetto che entra in società deve essere quello di proseguire nel rapporto societario e non quello di andarsene alla prima occasione».

[829] Le posizioni critiche nei confronti della visione "efficientistica" del diritto di recesso sono motivate principalmente con l'assunto che la riforma del 2003, ampliando notevolmente le ipotesi legali di recesso e consentendo all'autonomia statutaria di prevederne ulteriori, ha privilegiato la tutela del socio, ma trascurato le esigenze di capitalizzazione dell'impresa e di tutela dei creditori. Tale circostanza, piuttosto che assicurare l'efficienza dell'organismo potrebbe: dare luogo ad abusi della minoranza; frenare la capitalizzazione delle imprese; minare l'idea di serietà dell'impegno reciprocamente assunto dai soci; rendere più difficoltosa la raccolta di finanziamenti, poiché i creditori, dinanzi al rischio dell'improvviso depauperamento del patrimonio sociale, sarebbero indotti a chiedere garanzie aggiuntive ai soci. In tal senso, cfr. L. ENRIQUES, S. SCIOLLA, A. VAUDANO, *Il recesso del socio di s.r.l.: una mina vagante nella*

è assicurata dal fatto che il gruppo di controllo, se desidera evitare il rischio che il rimborso della quota del socio uscente determini una riduzione patrimoniale o lo scioglimento della società, è costretto ad instaurare una negoziazione con i soci intenzionati a recedere, portando eventualmente a ripensare la decisione che aveva indotto questi ultimi ad esercitare il recesso[830].

Calando i ragionamenti esposti nell'ambito della s.r.l. "aperta", due ordini di considerazioni si impongono. Il primo riguarda l'*exit* come tutela per il socio *crowdinvestor*: a tal fine, potrebbe considerarsi sostanzialmente indifferente se tale tutela si estrinsechi nelle forme del recesso o dell'alienazione. Il secondo riguarda l'*exit* dal punto di vista della società: a tal proposito, entrambe le forme di *exit* potrebbero, in astratto, costituire stimoli all'efficienza (il recesso, per via delle negoziazioni endosocietarie che è in grado di innescare, mentre il mercato, per via del giudizio sul "valore" della società che determina[831]), però, in concreto, solo l'*exit* mediante alienazione assicura la conservazione del patrimonio sociale[832].

---

riforma, in *Giurisprudenza commerciale*, 2004, 3 (suppl.), I, 745; M.G. PAOLUCCI, *La tutela del socio nella società a responsabilità limitata*, Milano, 2010, 127 s. e 130 ss., secondo la quale l'uso strumentale del recesso potrebbe avvenire «tanto da parte del socio di minoranza che intende uscire dalla società per ragioni che nulla hanno a che vedere con la delibera, che ne costituisce soltanto il pretesto, quanto da parte del socio di maggioranza che, per forzare il socio di minoranza ad andarsene, adotta una delibera che inevitabilmente lo costringe ad esercitare il recesso» (p. 130).

[830] C. ANGELICI, *La riforma delle società*, cit., 90. Cfr. C.A. NIGRO, D. MALTESE, *Private equity, fusioni e rinuncia all'appraisal right: note su un caso statunitense con cenni all'esperienza italiana*, in *Rivista di diritto societario*, 2022, 3, III, 42 *sub* nota 133: «che il recesso assuma la funzione di *bargaining chip* in relazione a scelte della maggioranza che il socio non condivide è pacifico […]. Oltre ad un fondamento di carattere economico, questa ricostruzione ha, in Italia, un preciso fondamento positivo. Si ritiene, infatti, che essa trovi sanzione nella previsione che contempla la possibilità per la società di revocare la deliberazione assunta nel caso in cui, a conti fatti, i costi del recesso eccedano i vantaggi ad essa associati: v. art. 2473-*bis*, 3° comma, c.c».

[831] Il giudizio del mercato dipende primariamente dal prezzo della partecipazione. Tuttavia, si può ritenere che anche il recesso nelle società chiuse determini, indirettamente, un giudizio da parte del mercato sulla società, per via di una concatenazione di circostanze: i soci di minoranza valutano negativamente l'operazione decisa dalla maggioranza, tanto da preferire il disinvestimento; la maggioranza non ritiene vantaggioso acquistare la partecipazione dei soci uscenti, né riesce a trovare interessati all'esterno; i creditori, opponendosi alla riduzione del capitale, contribuiscono al giudizio negativo sulle prospettive dell'operazione (C. ANGELICI, *La riforma delle società*, cit., 91). «Ne risulta una situazione in cui […] il mercato stesso […] giudica inefficiente [la società] e ritiene che la sua messa in liquidazione non rappresenta una perdita per il sistema economico nel suo complesso» (così, la Relazione di accompagnamento alla Riforma del 2003, par. 11).

[832] Cfr. S. CORSO, *Le s.r.l. "aperte" al mercato*, cit., 246, la quale, con riferimento all'inserimento di clausole di *exit* nello statuto, sottolinea che le diverse ipotesi di *exit* (per esempio, il diritto di recesso o di covendita) producono un'incidenza diversa sulla società in termini di costi.

È naturale conseguenza di queste considerazioni che il legislatore, contestualmente alla regolamentazione del *crowdfunding*, abbia cercato, e stia ancora cercando, di introdurre meccanismi atti ad agevolare la circolazione delle quote di s.r.l. e a creare un vero e proprio mercato secondario[833]. E non potrebbe essere altrimenti, se gli obiettivi legislativi in materia di PMI sono quelli di incentivarne la capitalizzazione e sostenerne la crescita.

Per tali ragioni, appariva apprezzabile la disposizione della previgente disciplina italiana del *crowdfunding* che imponeva alle società di prevedere statutariamente, in capo ai soci *crowdinvestor*, il diritto di covendita o di recesso in caso di "cambio di controllo". Tale previsione dimostrava la consapevolezza dell'assenza di un mercato secondario[834] e della conseguente esigenza di potenziare l'*exit*, in quanto forma di tutela più semplice ed efficiente rispetto alla *voice*[835]. Ma dimostrava anche, grazie alla possibilità di optare per la clausola di covendita, l'importanza di bilanciare adeguatamente le facoltà di *exit* del socio *crowdinvestor* con la stabilità dell'organismo. La previsione in questione, tuttavia, non è stata ripetuta nella nuova disciplina del Reg. ECSP, nonostante anch'esso palesi la consapevolezza dell'assenza di un mercato secondario[836].

11. Gli strumenti di *exit* a disposizione del socio *crowdinvestor*.

Per meglio ricostruire la posizione del socio *crowdinvestor*, è opportuno illustrare lo stato delle facoltà di *exit* previste per i soci di una s.r.l. "aperta", nonché gli strumenti tecnici mediante i quali tali facoltà possono essere esercitate. Si tratta di un profilo della disciplina della s.r.l. particolarmente delicato, per via della caratteristica illiquidità dell'investimento in questo tipo societario.

---

[833] D'altronde, si deve considerare che anche le possibilità di disinvestimento possono essere determinanti per la buona riuscita di una raccolta, e quindi potrebbero, sul piano della singola società, incrementare l'attrattività di una campagna di *crowdfunding*, mentre, sul piano della politica legislativa, incentivare l'utilizzo dello strumento del *crowdfunding*.

[834] Cfr. M. SCIUTO, *Le quote di partecipazione*, cit., 544; F. BRIZZI, *S.r.l. PMI e offerta al pubblico*, cit., 219; G. SERAFIN, *Dematerializzazione e tokenizzazione delle quote di s.r.l.: quali sviluppi di un mercato secondario?*, in *Banca impresa società*, 2023, 3, 626 s.

[835] M. MOZZARELLI, *L'equity crowdfunding in Italia*, cit., 682.

[836] L'art. 23, par. 6, lett. c, Reg. ECSP prevede che il *KIIS* contenga la seguente avvertenza: «potrebbe non essere in grado di vendere gli strumenti di investimento quando lo desidera. Qualora riesca a venderli, potrebbe tuttavia subire perdite» (cfr. G. SERAFIN, *Dematerializzazione e tokenizzazione*, cit., 626).

L'attenzione è posta in particolar modo sugli investitori *retail*, dato che gli investitori professionali tipicamente attivi nell'ambito delle società che si rivolgono al *crowdfunding*, cioè i fondi di *venture capital* e i *business angel*, sono in grado, se necessario, di negoziare l'inserimento di clausole statutarie che prevedono le condizioni per il proprio disinvestimento.

11.1. L'*exit* mediante il diritto di recesso. Profili problematici del recesso nella s.r.l. "aperta".

Il primo e più tradizionale strumento di *exit* di cui i soci *crowdinvestor* di s.r.l. "aperta" possono servirsi è il diritto di recesso[837].

Non sembrano esservi motivi per escludere l'applicabilità delle ipotesi legali di recesso alla s.r.l. *crowdfunded*[838] e ai suoi soci investitori privi di diritto di voto[839], vista anche la chiara presa di posizione del legislatore nel senso dell'inderogabilità[840].

Non dovrebbero tendenzialmente sorgere dubbi neanche con riguardo alla possibilità per la s.r.l. *crowdfunded* di prevedere clausole convenzionali di recesso, a meno che non

[837] Nel testo si esamina il diritto di recesso come strumento per la tutela del socio *crowdinvestor*. Questione diversa è, invece, se ai soci di una s.r.l. che non hanno consentito alla decisione di compiere una campagna di *crowdfunding* spetti il diritto di recesso. Nel caso in cui l'aumento di capitale tramite il portale *online* sia stato realizzato escludendo il diritto di opzione dei soci (come è verosimile, dato che l'offerta sui portali è concepita per reperire capitali da parte di terzi), e sempre che tale facoltà sia espressamente prevista dall'atto costitutivo (art. 2481-*bis*, comma 1, secondo periodo, c.c.), allora sembrerebbe potersi dare risposta positiva alla suddetta questione e quindi riconoscere il diritto di recesso in capo ai soci che non hanno consentito all'aumento di capitale (v. anche F. BRIZZI, *S.r.l. PMI e offerta al pubblico*, cit., 348). Pare ovvio che, anche in caso di esclusione del diritto di opzione, i soci attuali della s.r.l. siano comunque liberi di sottoscrivere le quote offerte sul portale. La disposizione di cui all'art. 2481-*bis*, comma 1, periodo secondo, c.c. è dai più considerata inderogabile (v. G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, cit., 1545; CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, massima n. 175, 27 Novembre 2018); tuttavia, v. S. GUIZZARDI, *L'accesso al capitale di rischio delle società innovative a responsabilità limitata*, Milano, 2022, 120, la quale, nell'ambito della s.r.l. "aperta" ritiene opportuno considerare derogabile la suddetta disposizione. Sull'ipotesi che la "apertura" della s.r.l. possa integrare un'operazione che comporti una sostanziale modifica dell'oggetto della società determinato nell'atto costitutivo, e quindi costituire il presupposto per l'esercizio del diritto di recesso, v. F. BRIZZI, *S.r.l. PMI e offerta al pubblico*, cit., 345 ss.

[838] Cfr. C. FRIGENI, *Il diritto di recesso*, in C. IBBA, G. MARASÀ (a cura di), *Le società a responsabilità limitata*, vol. I, Milano, 2020, 1054.

[839] Si noti che nell'ambito della s.r.l., l'art. 2473, comma 1, c.c. legittima ad esercitare il recesso i soci «che non hanno consentito» all'adozione di determinate decisioni, mentre, nell'ambito della s.p.a., l'art. 2437, comma 1, c.c. fa riferimento ai soci «che non hanno concorso» ad alcune deliberazioni. Non sembra comunque che la diversità della formula possa far sorgere il dubbio circa la titolarità del diritto di recesso in capo ai quotisti di s.r.l. privi del diritto di voto, che, in quanto tali, non possono in ogni caso esprimere il "consenso" per alcuna decisione (C. FRIGENI, *Il diritto di recesso*, cit., 1055).

[840] L'art. 2473, comma 1, secondo periodo, c.c. utilizza la formula «in ogni caso».

si riconosca la qualifica di emittente "diffuso" alle s.r.l. che soddisfino i requisiti di "diffusione" di cui all'art. 2325-*ter* c.c.: in tal caso, potrebbe avere senso porsi la questione dell'eventuale applicazione analogica[841] dell'art. 2437, comma 4, c.c.[842], in base al quale lo statuto delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio non può prevedere ulteriori cause di recesso[843]. Ad ogni modo, sul piano pratico, non si può trascurare che la possibilità di prevedere ipotesi aggiuntive di recesso (esercitabili da tutti i soci oppure, mediante lo strumento dei diritti "particolari" o delle categorie di quote, solo da alcuni) rappresenta un elemento importante per assicurare un maggiore livello di tutela al *crowdinvestor* e quindi per aumentare l'attrattività di un'offerta di *crowdfunding*[844].

Per quanto riguarda il recesso parziale, diversi autori ritengono che nella tradizionale s.r.l. "chiusa" tale facoltà sia già ammessa di *default*[845], o almeno qualora la preveda una clausola statutaria[846]. Risulta ancor più plausibile ammettere l'esercizio del recesso parziale in presenza di quote di categoria (sovente create dalle s.r.l. *crowdfunded*), e in

[841] Oppure dell'interpretazione estensiva, ipotizzando che l'art. 2437, comma 4, c.c. sia una norma transtipica e quindi applicabile a tutte le società "aperte".

[842] Diversamente, non sembrerebbe avere senso di porsi la questione dell'applicabilità analogica dell'art. 2437-*quinquies* c.c., che riconosce agli azionisti il diritto di recesso nel caso in cui la società deliberi l'esclusione dalla quotazione (*delisting*), dato che, come si è detto (cap. II, par. 5), il *crowdfunding* non attribuisce un nuovo *status* permanente alla società, come invece avviene in caso di ammissione alla quotazione di una s.p.a.; quindi, non è neanche concretamente immaginabile una decisione che privi la s.r.l. dello *status* di società finanziata tramite *crowdfunding*.

[843] Tuttavia, a quest'ipotesi di applicazione analogica potrebbe essere lecito obiettare che la possibilità di prevedere cause di recesso convenzionali rimarrebbe un tratto tipologico della s.r.l., in ragione dell'ampia autonomia statutaria che la caratterizza.

[844] Tant'è vero che la stessa disciplina italiana, ormai abrogata, imponeva alle società *crowdfunded* l'introduzione di una specifica ipotesi di recesso (o, in alternativa, il diritto di covendita o analogo diritto al disinvestimento), in caso di "cambio di controllo".

[845] Nel senso di ritenere consentito il recesso parziale anche in assenza di una specifica clausola statutaria che lo legittimi, v. N. SALANITRO, *Profili sistematici*, cit., 57; P. PISCITELLO, *Recesso ed esclusione nella s.r.l.*, in P. ABBADESSA, G.B. PORTALE (diretto da), *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, vol. 3, Torino, 2007, 724; M. STELLA RICHTER jr, *In tema di recesso dalla società a responsabilità limitata*, in *Rivista del diritto commerciale*, 2020, 2, I, 299 ss. In giurisprudenza: Trib. Torino, 3 luglio 2017, in *www.giurisprudenzadelleimprese.it*.

[846] Trattasi della posizione maggioritaria: v. G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, cit., 776 *sub* nota 1; S. FORTUNATO, *La società a responsabilità limitata*, cit., 104; M. CIAN, *"Unitarietà" e "disgregabilità" della partecipazione di s.r.l.*, cit., 402; M. VENTORUZZO, *Recesso da società a responsabilità limitata e valutazione della partecipazione del socio recedente*, in *Nuova giurisprudenza civile commentata*, 2005, 6, II, 455; C. FRIGENI, *Il diritto di recesso*, cit., 1087; M. STELLA RICHTER jr, *Diritto di recesso e autonomia statutaria*, in *Rivista del diritto commerciale*, 2004, 4-6, I, 409, il quale ha poi mutato opinione nel senso di ammettere in ogni caso il recesso parziale, a meno che la quota non sia prevista come indivisibile (v. l'opera successiva dello stesso Autore citata nella nota che precede).

questi casi anche a prescindere da una previsione statutaria, sicché il socio titolare di quote di diverse categorie può recedere in relazione solo ad alcune di esse[847].

Qualche perplessità potrebbe destare l'applicabilità alla s.r.l. "aperta" della disposizione in base alla quale la quota del socio recedente può essere offerta a terzi solo quando questi siano concordemente individuati dai soci (art. 2473, comma 4, c.c.). In effetti, qualora a recedere sia un socio *crowdinvestor* "al dettaglio" che, tramite il portale *online*, ha aderito a un'offerta diretta *ad incertam personam*, potrebbe apparire poco coerente precludere che la "sostituzione" di questo socio avvenga con un altro soggetto "anonimo", cioè non preventivamente individuato dai soci. Se la società avesse ritenuto di fondamentale importanza controllare l'identità di ogni socio, non avrebbe evidentemente condotto una campagna di *crowdfunding*. Quella appena menzionata è una norma pensata per un assetto societario in cui «un ruolo centrale è riconosciuto alla "persona" del socio»; pertanto, quando la s.r.l. abbia optato per l'utilizzo di uno strumento di raccolta del capitale che consente l'ingresso di soci "anonimi", potrebbe non essere azzardato ipotizzare l'applicazione analogica della corrispondente norma che, nell'ambito della s.p.a. (art. 2437-*quater*, comma 4, c.c.), in ragione di «un assetto societario caratterizzato in termini di reciproco "anonimato"», rimette agli amministratori la scelta del collocamento presso terzi[848]. D'altra parte, la lettura qui proposta è avvalorata dal fatto che le s.r.l. *crowdfunded* possono accedere al regime alternativo di circolazione delle quote previsto dall'art. 100-*ter*, comma 2, Tuf: in base a tale regime (v. *infra* par. 11.2.3), i trasferimenti delle quote dei *crowdinvestor* possono realizzarsi senza che la società ne abbia contezza e senza che essa possa conoscere

[847] S. FORTUNATO, *La società a responsabilità limitata*, cit., 104 e 149; F. BRIZZI, *S.r.l. PMI e offerta al pubblico*, cit., 351; COMITATO NOTARILE DEL TRIVENETO, Orientamento I.N.12, Settembre 2018. *Contra*, C. FRIGENI, *Il diritto di recesso*, cit., 1087.

[848] Le espressioni citate sono tratte da C. ANGELICI, *La riforma delle società*, cit., 91, ove l'Autore illustra le ragioni della diversa disciplina dettata per la s.p.a. e la s.r.l. in merito all'offerta della partecipazione a terzi (nello stesso senso, v. G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, cit., 838). È chiaro che il ragionamento esposto nel testo non potrebbe applicarsi al recesso del socio di controllo (fondatore e/o promotore dell'offerta sui portali), la cui "sostituzione" con un soggetto pre-individuato in base alle sue qualità risponde, presumibilmente, all'interesse dei soci *crowdinvestor* presenti nella compagine, i quali avevano riposto il proprio affidamento proprio nel socio di controllo uscente. In senso favorevole all'applicazione analogica ipotizzata nel testo, v. O. CAGNASSO, *Portale on line e raccolta di capitali di rischio*, in *Nuovo diritto delle società*, 2019, 2, 158 s. Diversamente, nel senso che, in una s.r.l. *crowdfunded*, la norma che prevede la concorde individuazione del terzo sia derogabile dall'autonomia statutaria, v. S. GUIZZARDI, *L'accesso al capitale di rischio*, cit., 125 s.

l'identità dei nuovi soci; pertanto, alla luce di questa disciplina, sembra ancor meno coerente che, in caso di recesso del *crowdinvestor*, il terzo debba necessariamente essere concordemente individuato dai soci superstiti.

Un altro profilo che merita attenzione nell'ambito della s.r.l. "aperta" è quello dell'ipotesi di recesso che l'art. 2473, comma 1, c.c. riconosce al quotista in caso di fusione o scissione della società. Si tratta di una peculiarità della s.r.l., non rinvenendosi un'analoga norma nell'ambito della s.p.a.[849]; tale differenza «si spiega per il riconosciuto ruolo ad un interesse il quale non guarda soltanto alle condizioni economiche dell'investimento ed ai rischi che con esso si assumono, ma anche alla composizione del gruppo dei soci»[850]. Pare significativo notare che la norma richiamata, senz'altro applicabile alla s.r.l. "aperta" in ragione della sua espressa inderogabilità, si presenti particolarmente congeniale alle esigenze di tale società. Infatti, la logica "fiduciaria" del *crowdfunding*[851] fa sì che uno dei moventi che spingono il *crowdinvestor* a "scommettere" su una società (soprattutto in caso di *start-up* e PMI innovative) sia l'apprezzamento nei confronti del progetto imprenditoriale e del suo promotore, tanto che lo stesso legislatore italiano si era preoccupato di tutelare l'investitore nel caso di "cambio di controllo". Allora, la previsione del recesso in caso di fusione e scissione sembra confermare l'impressione che il tipo s.r.l., per via della rilevanza che in esso ricoprono il programma imprenditoriale e le qualità dei soci, sia particolarmente congeniale – sotto determinati punti di vista anche più delle s.p.a.[852] – ad essere utilizzato come veicolo per le raccolte di *crowdfunding*[853].

---

[849] M. PERRINO, *Art. 2502-bis*, in E. GABRIELLI (diretto da), *Commentario del Codice Civile*, *Della Società – Dell'Azienda - Della Concorrenza*, vol. III (artt. 2452-2510), a cura di D.U. SANTOSUOSSO, Torino, 2015, 1540. Nella s.p.a., le operazioni di fusione e scissione possono dare luogo a recesso solo se ad esse consegua l'inverarsi di una delle cause di recesso previste per il tipo azionario: v. G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, cit., 793, e, per un'approfondita analisi del tema, L. SEMINARA, *Recesso e diritto al disinvestimento nella fusione e nella scissione di società per azioni*, in *Rivista delle società*, 2017, 5-6, 1027.

[850] Così, C. ANGELICI, *La riforma delle società*, cit., 92. In senso adesivo, G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, cit., 793.

[851] V. *supra*, par. 2.

[852] Ovviamente al netto di una serie di limiti che sono stati evidenziati nel corso della trattazione.

[853] Trattasi di un'impressione che era stata già descritta (v. *supra*, par. 4.1) con riguardo alla regola che richiede l'unanimità per la modificazione dei diritti "particolari" dei soci. Tale regola, infatti, pare dettata non in funzione di tutela del singolo, bensì in ragione del ruolo che i diritti particolari, da considerarsi "posizioni corporative", rivestono ai fini della realizzazione del programma societario e, quindi, anche ai fini della scelta di un socio-investitore di investire in una determinata s.r.l.

11.2. L'*exit* mediante alienazione.

L'importanza che l'*exit* riveste per la tutela del socio *crowdinvestor* ha indotto il legislatore ad introdurre una serie di strumenti in grado di agevolare il disinvestimento per questa tipologia di soci, mostrando l'intenzione di "aprire" la s.r.l. non solo al mercato primario, ma anche a quello secondario.

11.2.1. L'acquisto di quote proprie da parte della società.

In proposito, può anzitutto venire in rilievo la facoltà di compiere operazioni sulle proprie quote, che l'art. 26 d.l. 179/2012 riconosce a tutte le s.r.l.-PMI, derogando al divieto posto dall'art. 2474 c.c. In questa nuova possibilità offerta alle s.r.l. è stato individuato un meccanismo potenzialmente capace di creare un «embrione» di mercato secondario per le partecipazioni di s.r.l.[854] Effettivamente, la società potrebbe acquistare le proprie quote per consentire a un socio di "uscire" dal proprio investimento[855]. Tuttavia, due precisazioni si impongono. Anzitutto, non si tratta di una facoltà libera nei fini, posto che può essere esercitata solo in attuazione di piani di incentivazione che prevedano l'assegnazione di quote di partecipazione a dipendenti, collaboratori o componenti dell'organo amministrativo, prestatori di opera e servizi anche professionali[856]. Inoltre, non si tratta di una facoltà limitata alle s.r.l. che abbiano compiuto un'offerta di *crowdfunding*, potendo essere esercitata da qualsiasi PMI, a prescindere dalla presenza, o meno, di soci investitori nella propria compagine; anzi, la

[854] Così, O. CAGNASSO, *La s.r.l. piccola e media impresa (P.M.I.)*, cit., 125; ID., *Il quotista di s.r.l. aperta*, in *Nuovo diritto delle società*, 2019, 10, 1481.

[855] Non a caso, alcuni autori (M. STELLA RICHTER jr, *Novità in tema di acquisto delle proprie azioni*, in *Rivista delle società*, 2009, 2-3, 297) ritengono ingiustificato il divieto di acquisto di proprie quote per la s.r.l., in quanto tale meccanismo potrebbe giovare alla liquidità dell'investimento nelle società "chiuse".

[856] M. SCIUTO, *Le quote di partecipazione*, cit., 512, il quale sottolinea che la portata della deroga al divieto di cui all'art. 2474 c.c. risulta «circoscritta esclusivamente ad operazioni già preordinate, sulla base di decisioni sociali già assunte, alla intestazione delle quote a terzi (qualificati)». Sulla natura e sulle modalità dell'operazione di assegnazione delle partecipazioni ai soggetti indicati dalla legge, v., con diversità di opinioni, M. MALTONI, *Le operazioni sulle proprie partecipazioni nelle s.r.l.-PMI*, in *Rivista di diritto societario*, 2019, 3, 605, e N. DE LUCA, *Divieto di operazioni sulle proprie partecipazioni*, in V. DONATIVI (diretto da), *Trattato delle società*, Tomo III, Torino, 2022, 432.

ratio della norma[857] sembra essere ispirata a logiche del tutto diverse rispetto a quelle della "finanziarizzazione" del tipo s.r.l.[858]

Al netto della dibattuta questione circa l'applicabilità analogica alla s.r.l. della disciplina sull'acquisto di azioni proprie nella s.p.a.[859], risulta evidente che questa misura, pur producendo indirettamente un effetto di disinvestimento per i soci che alienano le quote alla società, ha una portata piuttosto limitata ai fini di ampliare le possibilità di *exit* dei soci investitori: infatti, non assicura il disinvestimento a tutti i soci che lo desiderino (dovendo la società limitarsi ad acquistare le quote necessarie per realizzare i piani di incentivazione programmati), né tantomeno è in grado di creare le condizioni di dinamicità che dovrebbero connotare un vero e proprio mercato secondario.

11.2.2. La bacheca elettronica.

Un ulteriore strumento capace di facilitare l'uscita dalla società per i soci *crowdinvestor* è la "bacheca elettronica" disciplinata dall'art. 25 Reg. ECSP (già prevista, nella previgente disciplina italiana del *crowdfunding*, dall'art. 25-*bis* Reg. Consob, adottato con del. n. 18592/2013). Si tratta di uno spazio virtuale, consistente in una sezione del sito *internet* del gestore dei servizi di *crowdfunding*[860], nel quale i clienti di un determinato portale possono pubblicizzare l'interesse per l'acquisto e la

[857] La *ratio* pare essere quella di «favorire […] l'acquisizione di competenze professionali in settori ad innovazione tecnologica fornendo ai soggetti sopra indicati che prestano a vario titolo la propria attività lavorativa per l'impresa una remunerazione fondata su meccanismi che implicano una partecipazione al rischio di impresa» (così, S. GUIZZARDI, *L'impresa start up innovativa costituita in forma di s.r.l.*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2016, 4, I, 570). In altri termini, «stringere intorno all'impresa innovativa quei soggetti le cui competenze professionali sono indispensabili per la crescita della *start-up*» (così, P.P. PIRANI, *Un'analisi empirica delle PMI innovative: much ado about nothing?*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2018, 6, I, 1022).

[858] S. GUIZZARDI, *L'impresa start up innovativa*, cit., 570: «la deroga all'art. 2474 c.c. è consentita unicamente per i casi in cui l'operazione sia preordinata alla creazione di incentivi al personale dell'impresa, rimanendo esclusi i casi di usi finanziari dell'acquisto delle proprie partecipazioni». In senso critico nei confronti dell'estensione di tale facoltà a tutte le s.r.l. PMI, E. DESANA, *PMI innovative*, cit., 73, secondo la quale la norma, data la sua *ratio*, si giustificava per la sua utilità nell'ambito delle società innovative; inoltre, quando l'applicazione della norma era limitata alle *start-up* innovative e all'arco temporale durante il quale le società mantenevano tale qualifica, la facoltà di acquistare partecipazioni proprie trovava anche un bilanciamento nel divieto di distribuzione degli utili, la cui durata era coincidente.

[859] Sulle posizioni favorevoli e contrarie all'applicazione analogica, v. cap. II, par. 2. Un'ampia trattazione della questione è rinvenibile in M. SCIUTO, *Le quote di partecipazione*, cit., 512 ss.

[860] La predisposizione della bacheca elettronica costituisce comunque una facoltà per i gestori dei portali, come si evince dall'art. 25, par. 1, Reg. ECSP.

vendita delle partecipazioni societarie inizialmente offerte su quel medesimo portale. Questa misura, facilitando l'incontro tra domanda e offerta, è direttamente volta ad agevolare il disinvestimento dei soci e a stimolare negoziazioni aventi ad oggetto quote di s.r.l.[861] Tuttavia, la bacheca elettronica non ha le caratteristiche di una sede di negoziazione[862], posto che lo stesso legislatore europeo vieta che essa possa essere strutturata come un sistema di automatico abbinamento degli ordini capace di dare luogo alla conclusione di contratti (art. 25, par. 2, Reg. ECSP).

È significativo notare che, secondo il Considerando 55 del Reg. ECSP (che afferma un concetto però non ribadito nei successivi articoli del Regolamento), il divieto di creare un sistema di abbinamento automatico degli ordini verrebbe a cadere quando, «in relazione ai valori mobiliari, il fornitore di servizi di *crowdfunding* abbia anche un'autorizzazione separata quale impresa di investimento, ai sensi dell'articolo 5 della direttiva 2014/65/UE, o quale mercato regolamentato, ai sensi dell'articolo 44 della medesima direttiva». Stando al contenuto di questo "considerando", sembrerebbe che il gestore del portale sia legittimato a gestire anche un vero e proprio sistema di abbinamento degli ordini relativi ai titoli precedentemente offerti sul portale stesso[863]. Tuttavia, se questa era davvero l'intenzione del legislatore, essa, data la natura non normativa dei "considerando" che introducono gli atti legislativi dell'Unione Europea[864], avrebbe richiesto di concretizzarsi nell'ambito degli articoli del Regolamento[865]. Ad ogni modo, il Considerando 55, facendo riferimento a "valori mobiliari" e a gestori di portali che siano autorizzati anche come imprese di

[861] E. PEDERZINI, F. DE GOTTARDO, *Incentivi e ostacoli*, cit., 295.

[862] E. PEDERZINI, F. DE GOTTARDO, *Incentivi e ostacoli*, cit., 295; M. SCIUTO, *Le quote di partecipazione*, cit., 543; G. SERAFIN, *Dematerializzazione e tokenizzazione delle quote di s.r.l.: quali sviluppi di un mercato secondario?*, in *Banca impresa società*, 2023, 3, 628.

[863] S. CORSO, *Le s.r.l. "aperte" al mercato*, cit., 50; U. MINNECI, *Sviluppi normativi in tema di piattaforme di crowdfunding*, in L. AMMANNATI, A. CANEPA (a cura di), *La finanza nell'età degli algoritmi*, Torino, 2023, 90.

[864] PARLAMENTO UE, CONSIGLIO DELL'UNIONE EUROPEA, COMMISSIONE UE, *Guida pratica comune del Parlamento europeo, del Consiglio e della Commissione per la redazione dei testi legislativi dell'Unione europea*, 2015, reperibile in *www.eur-lex.europa.eu*, orientamento n. 10: «i "considerando" motivano in modo conciso le norme essenziali dell'articolato, senza riprodurne o parafrasarne il dettato. Non contengono enunciati di carattere normativo o dichiarazioni di natura politica». Sull'argomento, v. Cass. civ., sez. trib., 7 marzo 2022, n. 7280, in *Judicium*, 1° agosto 2022, con nota di V. SICILIANO.

[865] Vista la risolutezza con cui l'art. 25 Reg. ECSP afferma che «la bacheca elettronica non consiste […] in un sistema interno di abbinamento che esegue gli ordini dei clienti su base multilaterale», sarebbe stato forse opportuno che il contenuto del Considerando 55 fosse stato introdotto come una deroga espressa al divieto di cui all'art. 25, onde dissipare eventuali dubbi interpretativi.

investimento o mercati regolamentati, riguarda sicuramente le azioni di s.p.a.[866], mentre è meno scontato ritenere che si riferisca anche alle quote di s.r.l.[867]

Dunque, esclusa quest'ipotesi particolare, la bacheca elettronica svolge solo la funzione di rendere note eventuali manifestazioni di interesse ad acquistare o vendere, affinché soggetti diversi possano prendere contatto per trattare ed eventualmente concludere lo scambio al di fuori della piattaforma[868]. In definitiva, la bacheca non è congegnata come un mezzo capace di fluidificare il mercato, profondamente illiquido, delle quote di s.r.l.[869]

11.2.3. Il regime alternativo di circolazione intermediata della quota. Differenze con la gestione accentrata in regime di dematerializzazione.

La funzione di agevolare il trasferimento delle partecipazioni di s.r.l. *crowdfunded* è stata perseguita anche mediante l'introduzione del regime opzionale di intestazione e circolazione delle quote tramite intermediari, regolato dall'art. 100-*ter,* commi 2, 3, 4 e 5, Tuf[870]. Si tratta di una disciplina applicabile esclusivamente alle quote che siano state offerte sui portali di *crowdfunding*. In base ad essa, la sottoscrizione delle quote può

[866] Cfr. S. CORSO, *Il regolamento europeo sui fornitori di servizi di crowdfunding: prime considerazioni*, in *Nuove leggi civili commentate*, 2021, 3, 528 s.

[867] Inoltre, quand'anche le quote di s.r.l. fossero considerate valori mobiliari (questione su cui v. *infra*, par. 12), la bacheca elettronica con abbinamenti automatici delineata dal Considerando 55 sembrerebbe comunque limitata alla negoziazione di strumenti già emessi sul portale di *crowdfunding* gestito dallo stesso gestore della bacheca: quindi l'efficacia di questo strumento per la creazione di un mercato secondario sarebbe comunque ridotta.

[868] Cfr. CONSOB, *Modifiche al regolamento n. 18592 del 26 giugno 2013 sulla raccolta di capitali di rischio tramite portali on-line*, Documento di consultazione, 20 giugno 2019, reperibile in *www.consob.it*: «i soggetti potenzialmente interessati all'annuncio potrebbero, quindi, reperire i contatti telefonici o l'indirizzo e-mail dell'offerente, utilizzando un apposito *link* reso disponibile sulla pagina della bacheca. Il contatto tra i soggetti avverrebbe al di fuori della piattaforma, così come l'eventuale perfezionamento del contratto avverrebbe a seguito di una trattativa bilaterale tra i due soggetti che non coinvolgerebbe il gestore del portale. Lo stesso gestore non avrebbe dunque alcuna evidenza di eventuali trattative né dell'eventuale finalizzazione delle stesse».

[869] S. CORSO, *Le s.r.l. "aperte" al mercato*, cit., 55 s., ove, in nota, riferimenti alla diversa regolazione dei *bulletin boards* nel Regno Unito. Cfr. U. MINNECI, *Sviluppi normativi in tema di piattaforme*, cit., 90, che ravvisa l'atteggiamento "cauto" del legislatore europeo sul tema dei mercati secondari per i titoli offerti tramite *crowdfunding*.

[870] La disciplina attuale, frutto della modifica attuata con il d.lgs. 30/2023, è sostanzialmente identica a quella che prima era dettata dai commi 2-*bis,* 2-*ter,* 2-*quater* del medesimo art. 100-*ter* Tuf. Sugli obiettivi perseguiti da questo strumento, v. MINISTERO DELLO SVILUPPO ECONOMICO, *Scheda di sintesi della policy a sostegno delle PMI innovative*, 27 marzo 2015, reperibile in *www.mimit.gov.it*, 9: «il trasferimento delle quote di *startup* innovative e PMI innovative viene dematerializzato, con conseguente riduzione degli oneri connessi, in un'ottica di fluidificazione del mercato secondario» (effettuando un riferimento improprio alla "dematerializzazione", come si spiega meglio *infra*).

avvenire per il tramite di intermediari abilitati[871], che la effettuano «in nome proprio e per conto dei sottoscrittori» che hanno aderito all'offerta. Gli intermediari dovranno risultare, tramite apposita certificazione depositata presso il registro delle imprese, come «soci per conto di terzi». Il trasferimento della partecipazione avviene «mediante semplice annotazione nei registri tenuti dall'intermediario», come meglio si spiega *infra*.

Si tratta di un regime che l'art. 100-*ter* Tuf presenta come alternativo, facoltativo e precario. È alternativo perché la sua applicazione esclude e sostituisce gli altri due regimi con cui può essere regolato il trasferimento della quota di s.r.l., cioè quelli previsti dall'art. 2470 c.c. e dall'art. 36, comma 1-*bis*, l. 133/2008. È facoltativo perché la sua applicabilità sembra[872] essere condizionata all'esercizio di una duplice opzione (con un meccanismo di *opt-in*): quella della società, che potrebbe non predisporre questo strumento[873]; quella del titolare della quota, il quale potrebbe non aderire al sistema di intestazione e circolazione alternativo predisposto dalla società, preferendo che la propria partecipazione rimanga sottoposta ai due regimi "ordinari"[874]. È precario perché il titolare della quota (con un meccanismo di *opt-out*) può in qualsiasi momento richiedere l'intestazione diretta di essa, così "uscendo" dal regime alternativo (art. 100-*ter*, comma 2, lett. b, n. 4, Tuf)[875].

---

[871] Trattasi degli intermediari abilitati a svolgere uno o più servizi di investimento tra quelli indicati dall'art. 1, comma 5, Tuf, e precisamente: a) negoziazione per conto proprio; b) esecuzione di ordini per conto dei clienti; c) assunzione a fermo e/o collocamento sulla base di un impegno irrevocabile nei confronti dell'emittente; c-*bis*) collocamento senza impegno irrevocabile nei confronti dell'emittente; e) ricezione e trasmissione di ordini.

[872] Si usa la formula dubitativa perché almeno un Autore (P. SPOLAORE, *S.r.l. e offerta al "pubblico"*, cit., 55 ss.), mediante un'interpretazione correttiva dell'art. 100-*ter* Tuf, svolta alla luce dell'art. 10, par. 3, Reg. ECSP, ritiene che l'adesione a un regime di circolazione come quello in esame sia obbligatoria tanto per la società quanto per il sottoscrittore.

[873] Lo si evince dall'art. 12, del. Consob n. 22720 del 2023 (Regolamento Consob in materia di *crowdfunding*), ove si dispone che il gestore del portale, «oltre alle informazioni richieste dal regolamento (UE) 2020/1503, pubblica: a) l'indicazione dell'*eventuale* regime alternativo di trasferimento delle quote». Cfr. F. BRIZZI, *S.r.l. PMI e offerta al pubblico*, cit., 201, che però fa riferimento al previgente Regolamento Consob.

[874] Lo specifica chiaramente l'art. 100-*ter* Tuf, soprattutto laddove utilizza l'espressione «*qualora* l'investitore decida di avvalersi del regime alternativo […]» (comma 2, lett. b) e laddove descrive la scelta dell'investitore in termini di «*opzione*» (comma 4).

[875] Al contrario, non sembra consentito alla società "dismettere" tale meccanismo di circolazione delle quote una volta che l'abbia predisposto e che i soci vi abbiano aderito: D. DE FILIPPIS, *S.r.l. PMI «aperta» (quote finanziarie, raccolta di capitale, crowdfunding)*, in V. DONATIVI (diretto da), *Trattato delle società*, Tomo III, Torino, 2022, 903.

Non è possibile in questa sede approfondire le numerose questioni problematiche che emergono dalla disciplina dello strumento in esame[876], il quale, pur presentando alcuni elementi in comune con l'intestazione fiduciaria[877], non sembra identificabile con tale figura[878].

Peculiare è la disciplina prevista per il trasferimento delle quote. La disposizione si limita ad affermare che l'alienazione «avviene mediante semplice annotazione del trasferimento nei registri tenuti dall'intermediario» e non comporta costi per l'acquirente o per l'alienante, né richiede un contratto scritto. L'annotazione nel

[876] Diverse sono le trattazioni dedicate al tema: v., tra gli altri, M. CIAN, *L'intestazione intermediata delle quote di s.r.l. PMI: rapporto societario, regime della circolazione*, in *Nuove leggi civili commentate*, 2018, 5, 1260; N. DE LUCA, *"Crowdfunding" e quote "dematerializzate" di s.r.l.? Prime considerazioni*, in *Nuove leggi civili commentate*, 2016, 1, 1; 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, 2, 537; P. REVIGLIONO, *Sottoscrizione e trasferimento delle partecipazioni sociali nelle P.M.I. costituite in forma di s.r.l.*, in O. CAGNASSO, A. MAMBRIANI (diretto da), *Start up e P.M.I. innovative*, Bologna, 2020, 389; F. BRIZZI, *S.r.l. PMI e offerta al pubblico*, cit., 200 ss.

[877] Nel senso che si tratti di un'ipotesi di «intestazione fiduciaria c.d. trasparente», v. N. DE LUCA, *"Crowdfunding" e quote "dematerializzate"*, cit., 4 ss.; ID., *Partecipazione azionaria e forme di circolazione*, in V. DONATIVI (diretto da), *Trattato delle società*, Tomo II, Torino, 2022, 375.

[878] Almeno secondo le più condivise ricostruzioni del negozio fiduciario, l'intestazione fiduciaria presupporrebbe sia la qualità di socio che la legittimazione all'esercizio dei diritti sociali in capo all'intestatario fiduciario (cfr. F. BRIZZI, *S.r.l. PMI e offerta al pubblico*, cit., 203; N. CIOCCA, G. MARASÀ, *Il trasferimento delle partecipazioni*, in C. IBBA, G. MARASÀ (a cura di), *Le società a responsabilità limitata*, vol. I, Milano, 2020, 696 *sub* nota 342; M. SCIUTO, *Le quote di partecipazione*, cit., 509; e, in generale, sull'intestazione fiduciaria delle quote di s.r.l., V. DE STASIO, *L'intestazione fiduciaria di quote di s.r.l.*, in *Banca borsa titoli di credito*, 2012, 6, 626); invece, nel meccanismo di cui all'art. 100-*ter* Tuf, l'unico legittimato ad esercitare i diritti sociali pare essere il titolare delle quote, purché munito dell'apposita certificazione, fornitagli dall'intermediario, comprovante la titolarità della quota (M. CIAN, *L'intestazione intermediata*, cit., 1264; P. REVIGLIONO, *Sottoscrizione e trasferimento*, cit., 398; S. CORSO, *Le s.r.l. "aperte" al mercato*, cit., 53 *sub* nota 124 e 150 ss.; N. CIOCCA, G. MARASÀ, *Il trasferimento delle partecipazioni*, cit., 696 *sub* nota 342; F. BRIZZI, *S.r.l. PMI e offerta al pubblico*, cit., 207). D'altronde, dalla disciplina sembra evincersi anche che la proprietà della quota non passi in capo all'intermediario, come invece avverrebbe nel negozio fiduciario (N. CIOCCA, G. MARASÀ, *Il trasferimento delle partecipazioni*, cit., 696 *sub* nota 342; P. REVIGLIONO, *Sottoscrizione e trasferimento*, cit., 398 ss.; M. CIAN, *L'intestazione intermediata*, cit., 1263 ss., che risconosce all'intermediario una mera funzione contabile). Di conseguenza, l'intermediario non può neanche disporre della quota (I. CAPELLI, *L' "equity based crowdfunding" e la c.d. "dematerializzazione" delle quote*, cit., 546; N. CIOCCA, G. MARASÀ, *Il trasferimento delle partecipazioni*, cit., 696 *sub* nota 342). Sostanzialmente, il meccanismo in esame sembra finalizzato solo ad agevolare la circolazione della quota, ma non comporta un'ipotesi di amministrazione di beni per conto di terzi. Tuttavia, è inevitabile che, in alcuni casi, sia l'intermediario a ricevere da parte della società comunicazioni rilevanti ai fini dell'amministrazione della quota: ciò avviene perché la società conosce solo dell'identità dell'intermediario, ma non necessariamente quella dei titolari delle quote; quindi, comunicazioni come quella relativa alla convocazione dell'assemblea oppure al contenuto della decisione dei soci sulla distribuzione degli utili sono indirizzate all'intermediario (N. CIOCCA, G. MARASÀ, *Il trasferimento delle partecipazioni*, cit., 697; M. CIAN, *L'intestazione intermediata*, cit., 1263, che – se si è ben inteso – sembra anche presupporre un sistema nel quale è l'intermediario a esercitare i diritti patrimoniali).

registro, dunque, non sembra essere una condizione di validità del trasferimento[879], il quale allora si realizzerebbe secondo le modalità tradizionali, cioè mediante lo scambio dei consensi[880]. L'annotazione, però, è il primo dei due elementi necessari per esercitare i diritti sociali: il secondo è il rilascio, da parte dell'intermediario, dell'apposita certificazione comprovante la titolarità della quota; certificazione che – come il legislatore si premura di specificare – ha natura di «puro titolo di legittimazione per l'esercizio dei diritti sociali»[881].

Questo meccanismo di circolazione delle partecipazioni comporta una profonda opacità sulla titolarità delle quote e dubbi sul suo regime di opponibilità[882]. La società infatti non ha contezza dei mutamenti della titolarità della quota, venendo a conoscenza dell'identità dei soci solo quando questi desiderano esercitare i propri diritti sociali[883]. Per quanto riguarda l'opponibilità nei confronti dei terzi, i problemi di trasparenza sono ancor maggiori, poiché il registro delle imprese riporta solo che le quote sono intestate a un intermediario. Se non pare dubbio che l'identità dei titolari effettivi possa essere conosciuta dalle autorità pubbliche, ad esempio per fini fiscali, sembra ragionevole

[879] N. CIOCCA, G. MARASÀ, *Il trasferimento delle partecipazioni*, cit., 697. *Contra*, F. BRIZZI, *S.r.l. PMI e offerta al pubblico*, cit., 213 *sub* nota 292.

[880] S. FORTUNATO, *La società a responsabilità limitata*, cit., 132 ss.; V. DE STASIO, G. DELLA CROCE, *Forme, pubblicità ed efficacia del trasferimento. Espropriazione della partecipazione*, in V. DONATIVI (diretto da), *Trattato delle società*, Tomo III, Torino, 2022, 338. Potrebbero sorgere dubbi circa le modalità per dimostrare all'intermediario l'avvenuto scambio dei consensi, in seguito al quale deve essere effettuata l'annotazione nel registro. La disposizione che esclude costi o oneri per l'acquirente e l'alienante, così come quella che esclude la stipula di un contratto scritto, suggeriscono che le parti, per dimostrare il trasferimento, non debbano produrre all'intermediario l'atto con autentica notarile o con firma digitale, poiché ciò comporterebbe delle spese e, inoltre, priverebbe di senso la previsione del regime alternativo di circolazione, che è volto proprio ad evitare l'applicazione dei regimi ordinari. Sembra plausibile ritenere che l'intermediario, prima di effettuare l'annotazione, debba quantomeno pretendere una richiesta congiunta proveniente da entrambe le parti dello scambio (N. CIOCCA, G. MARASÀ, *Il trasferimento delle partecipazioni*, cit., 695 *sub* nota 338). Nel senso che la previsione circa l'inessenzialità del contratto scritto attiene solo ai rapporti tra cliente e intermediario, v. M. CIAN, *L'intestazione intermediata*, cit., 1273.

[881] N. CIOCCA, G. MARASÀ, *Il trasferimento delle partecipazioni*, cit., 697. Infatti, è stabilito che la certificazione, «ai fini dell'esercizio dei diritti sociali, sostituisce ed esaurisce le formalità di cui all'art. 2470, comma 2, c.c.».

[882] Cfr. O. CAGNASSO, *S.r.l. aperta*, cit., 1220.

[883] Sembra però inevitabile che la società possa chiedere all'intermediario l'identità dei soci quantomeno quando questi debbano essere assoggettati ad eventuali posizioni giuridiche passive, come il richiamo dei decimi mancanti, l'esclusione del socio, la soggezione ad eventuali vincoli statutari alla circolazione della partecipazione (come la clausola di gradimento): M. CIAN, *L'intestazione intermediata*, cit., 1269 ss.; N. CIOCCA, G. MARASÀ, *Il trasferimento delle partecipazioni*, cit., 697 s.). *Contra*, F. BRIZZI, *S.r.l. PMI e offerta al pubblico*, cit., 210 ss.

ritenere che anche privati portatori di un interesse qualificato, come i creditori particolari dei soci, possano chiedere all'intermediario l'identità dei suoi clienti[884].

Dal punto di vista della legittimazione all'esercizio dei diritti, il regime alternativo di circolazione sembra presentare qualche affinità, più che con il negozio fiduciario, con lo strumento della gestione accentrata di titoli in regime di dematerializzazione (art. 83-*bis* ss. Tuf): anche in tal caso, infatti, è il titolare del conto l'unico soggetto legittimato a disporre della quota e ad esercitare i diritti che essa attribuisce (art. 83-*quinquies* Tuf)[885]. Tuttavia, nonostante alcuni indubbi elementi di somiglianza, non si può ritenere che l'istituto disciplinato dall'art. 100-*ter* Tuf si identifichi in quello della dematerializzazione o che sia comunque ad esso accostabile[886]. A tale conclusione si giunge per diversi motivi, tra cui i seguenti: *a)* nel caso della s.r.l., manca un documento che possa concretamente essere oggetto di "dematerializzazione"[887]; *b)* il meccanismo su cui si basa la gestione accentrata di titoli dematerializzati è nettamente più complesso, essendo strutturato su un duplice livello: da un lato, i conti aperti all'interno del sistema di gestione accentrata a nome dell'emittente e degli intermediari (c.d. conti centralizzati), dall'altro, i conti aperti presso gli intermediari dai singoli investitori (c.d. conti finali)[888]; *c)* proprio la maggiore complessità del regime di gestione accentrata rende, al contempo, nettamente più semplici le negoziazioni, potendo determinare, a differenza del regime *ex* art. 100-*ter* Tuf, la conclusione di un contratto tra parti non pre-individuate, oltre che registrate presso intermediari differenti[889]; *d)* alle s.r.l.

---

[884] V. DE STASIO, G. DELLA CROCE, *Forme, pubblicità ed efficacia*, cit., 400; N. DE LUCA, *"Crowdfunding" e quote "dematerializzate"*, cit., 5. *Contra*, negando la conoscibilità ai creditori particolari del socio, A. LAUDONIO, *Equity-based crowdfunding: la protezione degli investitori nel prisma delle legislazioni europee e latino-americane*, in *Rivista delle società*, 2019, 5-6, 1292 *sub* nota 91.

[885] N. CIOCCA, G. MARASÀ, *Il trasferimento delle partecipazioni*, cit., 697 *sub* nota 342.

[886] Numerose affinità tra i due istituti sono individuate da I. CAPELLI, *L' "equity based crowdfunding" e la c.d. "dematerializzazione" delle quote*, cit., 546 ss. Cfr. D. DE FILIPPIS, *S.r.l. PMI «aperta»*, cit., 903.

[887] I. CAPELLI, *L' "equity based crowdfunding" e la c.d. "dematerializzazione" delle quote*, cit., 548; M. SCIUTO, *Le quote di partecipazione*, cit., 571 s., ove il rilievo che può essere dematerializzato solo ciò che è materiale, o almeno potrebbe esserlo; G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, cit., 509; G. SERAFIN, *Dematerializzazione e tokenizzazione*, cit., 639.

[888] Cfr. A. PERRONE, *Il diritto del mercato*, cit., 306; F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato dei capitali*, Torino, 2023, 369.

[889] Cfr. E. CUSA, *Le quote di s.r.l. possono essere valori mobiliari*, cit., 691 s. Come osserva l'Autore, nel regime di cui all'art. 83-*bis* ss. Tuf, la circolazione presuppone necessariamente che la relazione tra cedente e cessionario sia intermediata, posto che gli ordini sono rivoli *ad incertas personas*; invece, nel regime di cui all'art. 100-*ter* Tuf, la circolazione presuppone l'esistenza di una relazione tra cedente e

continua ad essere vietato emettere azioni (almeno in base all'art. 2468 c.c.[890]), sicché si dovrebbe considerare precluso sia emettere titoli di credito, sia aderire a un sistema di gestione accentrata[891], posto che tale sistema svolge la medesima funzione di quello cartolare, cioè agevolare la circolazione della ricchezza[892].

Si potrebbe ritenere che questi argomenti meritino di essere rivalutati alla luce dei nuovi commi 2-*bis* e ss. dell'art. 26 d.l. 179/2012 (introdotti dalla l. 21/2024), in base ai quali le quote di s.r.l. possono essere ammesse al sistema di gestione accentrata in regime di dematerializzazione. Questa novità, infatti, da un lato, implica il superamento – grazie alla forza creatrice del legislatore – del problema "materiale" rappresentato dall'impossibilità di "smaterializzare" qualcosa che "materia" non è, dall'altro, dimostra che il legislatore è favorevole ad assoggettare le quote di s.r.l. a un regime che ne agevola lo smobilizzo.

Che il legislatore attuale sia propenso a facilitare il disinvestimento per i soci di s.r.l. non è dubbio; tuttavia, ragionando *a contrario*, proprio il fatto che sia stata espressamente disciplinata la gestione accentrata di quote dematerializzate sembra dimostrare che questo sia uno strumento ben distinto rispetto a quello di cui all'art. 100-*ter* Tuf. Ragionando altrimenti, il legislatore avrebbe creato due istituti quasi "doppioni".

La distanza tra i due regimi giustifica la mancata estensione alla circolazione intermediata *ex* art. 100-*ter* Tuf delle regole previste per la dematerializzazione. Ciò

---

cessionario (tra *certas personas*), poiché essi devono prima vicendevolmente individuarsi a poi richiedere all'intermediario di effettuare l'annotazione.

[890] Con una previsione che sembra aver perso parte della sua pregnanza alla luce del nuovo comma 2-*bis* dell'art. 26, d.l. 179/2012, come si dice *infra* nel testo e nel par. 12.

[891] N. DE LUCA, *"Crowdfunding" e quote "dematerializzate"*, cit., 9; M. CIAN, *L'intestazione intermediata*, cit., 1277. A tal proposito, si può notare che la disciplina dell'art. 100-*ter* Tuf si pone chiaramente nel solco della tradizione che riconosce «*l'impossibilità di rappresentare le quote tramite titoli di credito idonei a trasferire la titolarità della partecipazione*, e l'ammissibilità, piuttosto e solamente, di *certificati di quota aventi natura e funzione di meri documenti di legittimazione*, inidonei a veicolare la partecipazione rappresentata» [Così, M. SCIUTO, *Le quote di partecipazione*, cit., 572 (corsivi dell'Autore)]. È possibile evincere la posizione "conservativa" del legislatore soprattutto laddove stabilisce che la certificazione comprovante la titolarità della quota, rilasciata dall'intermediario, costituisce un puro titolo di legittimazione per l'esercizio dei diritti sociali e non è trasferibile (art. 100-*ter*, comma 2, lett. b, n. 2, Tuf). Dunque, il legislatore, nonostante l'apertura delle s.r.l. a forme più agevoli di circolazione delle partecipazioni, appone precisi limiti alla possibilità di documentazione delle quote, volendo preservarne le caratteristiche (M. SCIUTO, *Le quote di partecipazione*, cit., 572 s.; I. CAPELLI, *L' "equity based crowdfunding" e la c.d. "dematerializzazione" delle quote*, cit., 553).

[892] G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, cit., 508 ss.

comporta un'importante conseguenza relativamente all'individuazione della disciplina applicabile al caso del conflitto tra più acquirenti della medesima quota. Sulle modalità per risolvere tale conflitto l'art. 100-*ter* Tuf non si pronuncia, né rinvia all'art. 2470, comma 3, c.c.[893] La suddetta distanza tra i due regimi impedisce, secondo la dottrina maggioritaria, che possa applicarsi al caso in esame la regola di cui all'art. 83-*quinquies*, comma 2, Tuf[894]; si dovrebbe invece ritenere che la situazione del conflitto tra più acquirenti sia regolata dai principi generali in materia di circolazione plurima del medesimo credito[895], oppure che tale situazione non sia regolata affatto, facendo registrare nel regime alternativo di circolazione un *deficit* di tutela rispetto al regime ordinario di circolazione delle quote[896].

È evidente che la mancanza di una chiara regola sul conflitto tra più acquirenti della medesima quota non contribuisca al successo del regime alternativo di cui all'art. 100-*ter* Tuf. Ma non è questo l'unico problema.

11.2.4. I limiti della bacheca elettronica e del regime alternativo di circolazione nell'ottica di creare un mercato secondario efficiente.

L'impressione è che né il regime alternativo di circolazione né la bacheca elettronica siano in grado di dare un particolare impulso allo sviluppo di un mercato secondario[897], come dimostrano la scarsa diffusione del primo[898] e il volume di annunci pubblicati

[893] La regola dell'art. 2470, comma 3, c.c. sarebbe comunque difficilmente applicabile al caso in esame, poiché non si può ritenere che la funzione di pubblicità tipica del registro delle imprese (gestito da un soggetto pubblico) possa essere affidata al registro dell'intermediario (gestito da un soggetto privato): N. DE LUCA, *"Crowdfunding" e quote "dematerializzate"*, cit., 8; P. REVIGLIONO, *Sottoscrizione e trasferimento*, cit., 412. *Contra*, la posizione minoritaria di V. DE STASIO, *Il crowdfunding*, cit., 1379 s.

[894] N. DE LUCA, *"Crowdfunding" e quote "dematerializzate"*, cit., 8 s.; M. CIAN, *L'intestazione intermediata*, cit., 1277; I. CAPELLI, *L' "equity based crowdfunding" e la c.d. "dematerializzazione" delle quote*, cit., 553. *Contra*, P. REVIGLIONO, *Sottoscrizione e trasferimento*, cit., 412 ss.; F. BRIZZI, *Offerta al pubblico e circolazione delle quote di s.r.l. in seguito alla novella dell'art. 100-ter T.U.F.: prime riflessioni*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, 2023, 3, 922.

[895] N. DE LUCA, *"Crowdfunding" e quote "dematerializzate"*, cit., 9, secondo il quale tali principi generali sono «applicabili – almeno secondo alcuni autori – alla circolazione delle azioni non rappresentate da titoli». Per una critica a questa posizione, v. P. REVIGLIONO, *Sottoscrizione e trasferimento*, cit., 414.

[896] M. CIAN, *L'intestazione intermediata*, cit., 1277 s.; Per una critica a questa posizione, v. P. REVIGLIONO, *Sottoscrizione e trasferimento*, cit., 414.

[897] E. PEDERZINI, F. DE GOTTARDO, *Incentivi e ostacoli*, cit., 295.

[898] BORSA ITALIANA, *Le infrastrutture finanziarie italiane alla sfida della nuova congiuntura*, documento inviato nell'ambito della consultazione pubblica sul Libro verde su "La competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita", redatto dal MEF, febbraio 2022, reperibile in

sulla seconda[899]. I limiti di questi sistemi sono diversi. È possibile illustrarli, mediante il metodo dell'analisi economica del diritto, ragionando su quali dovrebbero essere le funzioni di un mercato secondario efficiente. A tal proposito, si può riscontrare che la bacheca elettronica e il regime alternativo di circolazione non consentono di superare tutti gli ostacoli che si frappongono nella conclusione di un efficiente scambio tra alienante ed acquirente[900].

Il primo ostacolo è quello dei costi di transazione, riassumibili in: *i)* costi di ricerca della controparte, *ii)* di negoziazione, *iii)* di redazione del contratto, *iv)* di monitoraggio sull'esecuzione dell'accordo. La bacheca elettronica risolve solo il problema dei costi di ricerca della controparte (*i*), ma non gli altri[901]. Al contrario, il regime alternativo di circolazione aiuta a risolvere efficientemente i costi di redazione del contratto e di monitoraggio (*iii* e *iv*)[902], in maniera limitata i costi di negoziazione (*ii*)[903], mentre non permette di superare i costi di ricerca della controparte (*i*)[904]: infatti, non agevola affatto l'incontro tra domanda e offerta, ma, una volta che è avvenuto lo scambio dei consensi, rende effettivamente più rapida ed economica la procedura necessaria (cioè

---

www.dt.mef.gov.it/it/dipartimento/consultazioni_pubbliche/consultazione_libro_verde.html, 11: dai dati riportati risulta che solo il 4,9% delle campagne di *crowdfunding* è connessa all'utilizzo del regime alternativo di circolazione. Cfr. V. DE STASIO, G. DELLA CROCE, *Forme, pubblicità ed efficacia*, cit., 331; S. CORSO, *Le s.r.l. "aperte" al mercato*, cit., 151.

[899] Dati sulle transazioni originate dalle bacheche elettroniche sono riportati, ma limitatamente a quelle gestite da alcuni gestori di portali, da POLITECNICO DI MILANO, *8° Report italiano sul CrowdInvesting*, luglio 2023, 34.

[900] Sulla seguente ricostruzione dei tre principali ostacoli all'efficiente funzionamento della circolazione della ricchezza, v. A. PERRONE, *Il diritto del mercato*, cit., 6 ss.

[901] Infatti, la bacheca elettronica agevola l'incontro tra domanda e offerta, ma non consente la realizzazione dello scambio.

[902] In base allo stesso art. 100-*ter* Tuf, «la scritturazione e il trasferimento delle quote di cui al comma 2 non comportano costi o oneri né per l'acquirente né per l'alienante» (comma 3); inoltre, l'alienazione di una quota «non necessita della stipulazione di un contratto scritto» (comma 5).

[903] Se alienante e acquirente sono iscritti ai servizi del medesimo intermediario, i costi di negoziazione sono sostanzialmente irrilevanti. Se invece sono iscritti presso diversi intermediari, l'ostacolo dei costi di negoziazione non viene superato, perché le quote di una s.r.l. iscritta al sistema di un determinato intermediario possono essere scambiate solo tra soggetti che detengono un conto presso quello stesso intermediario. Quindi, l'aspirante acquirente, pur essendo eventualmente già iscritto presso un intermediario, deve necessariamente aprire un nuovo conto presso l'intermediario a cui è iscritto l'alienante, sottoscrivendo l'intero *framework* contrattuale di questo e svolgendo di nuovo l'*iter* di profilazione del cliente (cfr. BORSA ITALIANA, *Le infrastrutture finanziarie italiane alla sfida della nuova congiuntura*, cit., 10).

[904] Che questo meccanismo non agevoli l'incontro tra le parti si comprende dal fatto che l'eventuale interessato ad acquistare un titolo non può conoscere i nominativi degli attuali soci: anzi, da questo punto di vista, la negoziabilità delle quote è più agevole nel sistema ordinario di cui all'art. 2470 c.c., perché in esso è almeno possibile consultare il registro delle imprese per conoscere l'identità dei soci a cui, eventualmente, avanzare offerte di acquisto (cfr. A. LAUDONIO, *Equity-based crowdfunding*, cit., 1291 s.).

l'annotazione nei registri dell'intermediario) per consentire all'acquirente di esercitare i diritti sociali attribuiti dalla quota.

Il secondo ostacolo consiste nelle asimmetrie informative: da esse può dipendere il verificarsi di comportamenti di *moral hazard* o di situazioni di *adverse selection*[905]. Sia la bacheca elettronica che il regime alternativo di circolazione rimettono la conclusione dell'accordo alla negoziazione privata, nell'ambito della quale è ben possibile che le asimmetrie informative portino a una situazione di inefficienza. Invero, solo la disciplina della bacheca elettronica prevede che il gestore del portale e il venditore pubblichino informazioni sull'offerta di vendita (art. 25 Reg. ECSP); tuttavia, anche in presenza di queste informazioni, la poca trasparenza delle s.r.l. di piccole dimensioni (potenzialmente sprovviste del revisore contabile e autorizzate a redigere il bilancio abbreviato) rendono concretamente difficile valutare la convenienza dell'acquisto e la congruità del prezzo offerto. Invece, nel regime alternativo di circolazione manca del tutto una regola che imponga al venditore la pubblicazione di determinate informazioni e all'intermediario di controllarne la qualità, posto che manca qualsiasi regola circa le modalità per l'incontro tra domanda e offerta. In definitiva, in entrambi gli strumenti manca un sistema di regole trasparente e automatico per la formazione dei prezzi (*pricing*)[906]: vi è il rischio che lo scambio avvenga a un prezzo eccessivamente elevato o eccessivamente basso, oppure che non avvenga perché il potenziale acquirente teme di incorrere in un cattivo investimento[907].

---

[905] L'opacità informativa delle s.r.l. "aperte" (v. *supra,* par. 8) rende per l'acquirente difficile comprendere quale sia il valore della quota che intende acquistare, potendo dissuaderlo del tutto dall'intento; d'altra parte, la stessa opacità può essere sfruttata dal venditore a proprio vantaggio per ottenere condizioni di vendita inique.

[906] Se invece vi fosse un mercato secondario efficiente, il prezzo dei titoli segnalerebbe la qualità dell'investimento, riducendo l'asimmetria informativa per l'acquirente (A. PERRONE, *Il diritto del mercato*, cit., 275). L'unica cautela, molto blanda, nell'ambito delle bacheche elettroniche, è quella prevista dall'art. 25, par. 5, Reg. ECSP, in base al quale il gestore del portale può indicare un "prezzo di riferimento", comunque non vincolante, per le quote proposte in vendita sulla bacheca.

[907] Cfr. S. LOMBARDO, *AIM, SPAC, equity-crowdfunding e private placement. La raccolta di capitale di rischio fra formazione del capitale e protezione degli investitori*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2021, 1-2, 46, il quale osserva che la marcata asimmetria informativa nell'investimento tramite *crowdfunding* determina l'inefficiente formazione dei prezzi già nel mercato primario (nell'offerta sul portale); in seguito, «il problema del *pricing* dell'ECF [*n.d.r. equity-crowdfunding*] prosegue poi anche sul mercato secondario delle negoziazioni, che certifichi inizialmente in modo univoco nell'offerta iniziale l'*overpricing* o l'*underpricing* e poi costantemente nel tempo il *pricing* efficiente in ogni momento della vita dell'emittente».

Vi è poi un terzo ostacolo all'efficiente circolazione della ricchezza; tale ostacolo, però, non riguarda tanto l'incontro, a valle, tra il socio alienante e l'acquirente della quota, bensì l'incontro, a monte, tra la società che compie l'offerta di *crowdfunding* e i potenziali investitori. Si tratta dell'ostacolo costituito dalle diversità nelle preferenze degli operatori, dovute al fatto che ciascuno di essi può avere una diversa propensione al rischio e può desiderare un diverso orizzonte temporale per l'investimento[908]. Si pensi all'investimento in una *start-up* innovativa[909]: si tratta di un'operazione estremamente rischiosa e che, quand'anche esiti in un successo, richiede tendenzialmente tempi molto lunghi per portare profitti all'investitore. Non è facile incontrare soggetti disposti a immobilizzare proprie risorse per un lungo periodo e per di più con l'elevato rischio di perderle. Quest'ostacolo, apparentemente insormontabile, si risolve proprio con la creazione di un mercato secondario efficiente: la possibilità di "uscire" dall'investimento prima della sua naturale conclusione, risolvendo il problema della diversità nelle preferenze, incentiva le unità in *surplus* ad investire il proprio denaro nelle unità in *deficit*.

Come si è visto, la bacheca elettronica e il regime alternativo di circolazione non consentono di superare tutti gli ostacoli che minano, in generale, l'efficiente circolazione della ricchezza. Questi due strumenti, infatti, non assicurano la stabile presenza di un flottante e quindi la formazione di un efficiente mercato secondario; d'altra parte, non danno vita ad una "sede di negoziazione" in senso tecnico, intesa

[908] Ovviamente, anche nell'operazione, a monte, di raccolta di capitali da parte della società si possono riscontrare i due ostacoli (costi di transazione e asimmetrie informative) esaminati *supra* nel testo. Tuttavia, si può ritenere che tali ostacoli siano discretamente superati da due fattori: 1) dall'attività del gestore del portale di *crowdfunding*, che, in qualità di intermediario, agevola l'incontro tra società e investitori (così riducendo i costi di transazione); 2) dalla disciplina sulla tutela informativa pre-investimento (disciplina della trasparenza), che impone alla società la pubblicazione di informazioni sull'offerta e al gestore del portale di sottoporre l'investitore a un *test* di appropriatezza (così riducendo le asimmetrie informative). Ciò non toglie, però, che la presenza del gestore del portale non risolve tutte le inefficienze possibili nel collocamento delle quote: infatti, la determinazione unilaterale da parte dell'impresa del prezzo delle quote offerte sul portale, in assenza di un meccanismo di *bookbuilding* (come quello che sovente si usa nelle tradizionali *IPO*), può rendere il mercato inefficiente, portando gli investitori a sottoscrivere partecipazioni a un prezzo eccessivo (*overpricing*): S. LOMBARDO, *AIM, SPAC, equity-crowdfunding*, cit., 45 s. Inoltre, è chiaro che la riduzione delle asimmetrie informative incontrerà sempre l'ineliminabile limite dovuto al fatto che le informazioni contabili e finanziarie della società offerente potrebbero essere del tutto assenti quando si tratta di una neocostituita *start-up* (v. *supra*, par. 2). Sul ruolo ricoperto dagli intermediari e dalla disciplina della trasparenza per il superamento dei costi di transazione e delle asimmetrie informative, v. A. PERRONE, *Il diritto del mercato*, cit., 14 ss.

[909] L'esempio è rinvenibile anche in A. PERRONE, *Il diritto del mercato*, cit., 19.

come strumento che – mediante un sistema di regole volte a disciplinare l'attività degli intermediari, il comportamento degli emittenti e i meccanismi di *matching* e *pricing* – consenta gli scambi di partecipazioni su base continuativa e automatica[910]. Di conseguenza, l'assenza, a valle, di un mercato secondario efficiente si ripercuote, a monte, riducendo le *chances* per la società di attirare investitori.

Ebbene, dinanzi a un simile problema (la poca attrattività dell'investimento tramite *crowdfunding* causata dall'assenza di un mercato secondario), possono ipotizzarsi due soluzioni. La prima è affidare la circolazione della ricchezza al sistema bancario: così tutti gli ostacoli descritti *supra* sarebbero superati grazie all'intermediazione (c.d. forte) delle banche. Questo sistema, almeno su un piano astratto, può portare a risultati efficienti (e su ciò si basano i sistemi economici *banking oriented*[911]), ma non può essere questa la soluzione al problema che è oggetto del presente lavoro, cioè agevolare la raccolta di capitali di rischio da parte delle imprese minori in forma di s.r.l. Il Capitolo I, infatti, ha preso le mosse descrivendo come il legislatore abbia introdotto la disciplina del *crowdfunding* (insieme ad altri strumenti) proprio per emancipare le imprese minori dal canale bancario, soprattutto a seguito del *credit crunch* verificatosi negli anni successivi alla crisi finanziaria del 2008. Se l'intento del legislatore è incentivare le imprese minori a ricorrere direttamente al mercato dei capitali (favorendo lo sviluppo di un sistema maggiormente *market oriented*[912]), è nell'implementazione di esso che deve essere cercata la soluzione per superare gli ostacoli descritti *supra*.

---

[910] Cfr. G. SERAFIN, *Dematerializzazione e tokenizzazione*, cit., 628 s.; P. SPOLAORE, *S.r.l. e offerta al "pubblico"*, cit., 64 ss. Sul tema, v. anche S. LOMBARDO, *AIM, SPAC, equity-crowdfunding e private placement. La raccolta di capitale di rischio fra formazione del capitale e protezione degli investitori*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2021, 1-2, 48, ove si ravvisa la rinuncia, da parte del Reg. ECSP, a regolare il mercato secondario.

[911] Nei sistemi banco-centrici (*bank-based* o *banking oriented*), caratteristici dei paesi dell'Europa continentale, il superamento degli ostacoli al trasferimento di risorse tra gli operatori è affidato prevalentemente alle banche, che, mediante le attività tipiche di «raccolta del risparmio» ed «esercizio del credito» (art. 10, comma 1, Tub), realizzano una intermediazione c.d. forte. Così, l'ostacolo dei costi di transazione è superato grazie alle economie di scala; quello delle asimmetrie informative, grazie alla capacità di accedere a maggiori informazioni e al fatto che le unità in *deficit* hanno interesse a mantenere un buon rapporto di finanziamento con gli istituti di credito; quello della diversità nelle preferenze, grazie al meccanismo di trasformazione dei rischi e delle scadenze (A. PERRONE, *Il diritto del mercato*, cit., 6 ss.; C. BRESCIA MORRA, *Il diritto delle banche*, cit., 15 ss.). Sull'argomento, v. anche, di recente, F. FASANO, *The bank-firm human relationship in the era of globalization and digitalization*, Torino, 2022, 25.

[912] Nei sistemi mercato-centrici (*market-based* o *market oriented*), caratteristici dei paesi anglosassoni, il superamento delle inefficienze nell'incontro tra domanda e offerta di risparmio è affidato

Emerge, dunque, il ruolo centrale che il mercato secondario potrebbe ricoprire per l'efficiente raccolta di capitali da parte delle imprese minori in forma di s.r.l. In primo luogo, l'esistenza di esso aumenterebbe l'attrattività degli investimenti in tali imprese, poiché assicurerebbe agevoli possibilità di *exit* (così superando l'ostacolo della diversità nelle preferenze). In secondo luogo, l'*exit* avverrebbe a condizioni "eque", perché in base a prezzi "di mercato"[913], quindi abbattendo il rischio di comportamenti opportunistici o di situazioni di *adverse selection* (così superando l'ostacolo dell'asimmetria informativa). In terzo luogo, l'*exit* avverrebbe in maniera rapida e a basso costo, grazie al più agevole incontro tra domanda e offerta, realizzato anche mediante l'abbinamento automatico degli ordini (così superando l'ostacolo dei costi di transazione)[914].

Le osservazioni appena svolte, d'altronde, confermano quanto si è affermato nei precedenti paragrafi 9 e 10. In quella sede, infatti, si è detto che l'*exit* rappresenta uno strumento di tutela per i soci investitori, ma anche un fattore determinante per l'efficienza dell'impresa (soprattutto l'*exit* tramite il mercato, perché consente il disinvestimento senza depauperare il patrimonio della società). Si era dunque concluso osservando che sono apprezzabili i tentativi del legislatore di creare un mercato secondario per le quote di s.r.l.: ciò consentirebbe al socio investitore di proteggere maggiormente i propri interessi, in via di autotutela, anche in quelle società che siano eventualmente sprovviste di strumenti di eterotutela come l'organo di controllo, così

---

alla disciplina del mercato dei capitali e dei soggetti che vi operano. L'ostacolo dei costi di transazione è superato dalla presenza di intermediari finanziari che, a differenza delle banche, non si pongono come controparti centrali nello scambio di denaro, ma si limitano a favorire il collegamento tra domanda e offerta di risparmio (intermediazione c.d. debole). La presenza degli intermediari, incentivati a godere di buona reputazione, insieme alla pervasiva disciplina della trasparenza, consente di superare, o almeno di limitare, i rischi legati alle asimmetrie informative. Infine, il problema della diversità nelle preferenze legate alla propensione al rischio e all'orizzonte temporale dell'investimento è risolto dalla possibilità di disinvestimento nel mercato secondario (A. PERRONE, *Il diritto del mercato*, cit., 14 ss.; F. FASANO, *The bank-firm human relationship*, cit., 25).

[913] Cfr. C. ANGELICI, *La riforma delle società*, cit., 88, per l'osservazione, riferita alle società quotate, che «la negoziazione sul mercato consente […] di realizzare il disinvestimento a valori, poiché di mercato, "equi"».

[914] Cfr. A. PERRONE, *Il diritto del mercato*, cit., 275: «La capacità del mercato secondario di assolvere alla sua funzione dipende dalla facilità con la quale vengono superati i costi di transazione inevitabilmente connessi alle dinamiche di scambio. Quanto più è semplice identificare la controparte, negoziare il contratto e assicurare il buon fine della sua esecuzione, tanto più il mercato secondario consente di entrare e uscire agevolmente dall'investimento ed è in grado di esprimere prezzi che riflettono le informazioni disponibili sulla qualità del medesimo».

fornendo un importante strumento per contribuire a correggere uno dei principali problemi della s.r.l. "aperta", cioè la carenza di tutele per i soci investitori.

Su questa stregua, è opportuno dedicare alcuni cenni agli sviluppi degli interventi normativi, presenti e futuri, volti creare un mercato secondario capace di superare i limiti che invece presentano la bacheca elettronica e la circolazione intermediata *ex* art. 100-*ter* Tuf.

12. Cenni sulle prospettive di mercato per la s.r.l.: la dematerializzazione della quota, la sua qualificazione come "valore mobiliare" e l'ammissione negli MTF.

Diversi autori si sono interrogati sulla possibilità per le s.r.l. di accedere alle sedi di negoziazione tipicamente dedicate alle s.p.a. In tal modo, le quote di s.r.l. potrebbero essere stabilmente oggetto di negoziazione, rendendo il mercato più liquido.

Il legislatore, dopo circa un decennio dalla prima regolamentazione del *crowdfunding*, ha ritenuto opportuno compiere un ulteriore passo nel percorso delle politiche di sostegno alle imprese minori, predisponendo nuovi strumenti capaci di proiettare la s.r.l. in una dimensione di mercato, non più solo primario, ma anche secondario. Si raggiunge così un livello più avanzato nel processo di "finanziarizzazione" del tipo societario capitalistico tradizionalmente più improntato alla "personalizzazione".

Come si è anticipato nel cap. II, par. 6, la recente l. 21/2024 ha introdotto la possibilità che le quote di s.r.l.-PMI siano ammesse al sistema di gestione accentrata in regime di dematerializzazione, purché «aventi eguale valore e conferenti eguali diritti» (cioè quote standardizzate sul piano della *struttura* e dei *contenuti*, come si dirà meglio *infra*). Questa nuova soluzione potrebbe contribuire a superare una serie di ostacoli alla circolazione delle quote di s.r.l., agevolando la formazione di un mercato secondario e quindi l'*exit* da parte dei soci[915].

[915] Che questo sia stato l'obiettivo della recente riforma emerge chiaramente anche da MINISTERO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE, *Libro Verde "La competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita"*, 2022, 31 *sub* nota 55. D'altra parte, è lo stesso legislatore a riconoscere che la gestione accentrata di titoli in regime di dematerializzazione ne agevola la circolazione, laddove consente che, con regolamento Consob, siano assoggettati alla disciplina della dematerializzazione anche strumenti finanziari non ammessi alle sedi di negoziazione «*al fine di agevolarne la circolazione*» (art. 83-*bis*, comma 2, Tuf). Cfr. F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato*, cit., 369: «la "circolabilità" degli

In primo luogo, il regime di dematerializzazione prevede una specifica regola per risolvere il conflitto tra più acquirenti (art. 83-*quinquies*, comma 2, Tuf); si tratta di una regola sostanzialmente analoga a quella prevista dall'art. 1994 c.c. per i titoli di credito[916]. In tal modo, per assicurare certezza ai trasferimenti delle quote si introduce un sistema più celere ed economico rispetto a quello tradizionale basato sull'iscrizione di un atto pubblico nel registro delle imprese (art. 2470, comma 3, c.c.)[917]. Inoltre, si risolve uno dei principali limiti del sistema alternativo di circolazione "intermediata" *ex* art. 100-*ter* Tuf[918].

In secondo luogo, il regime di dematerializzazione consente al titolare delle quote di compiere negoziazioni inviando un ordine all'intermediario presso cui detiene il proprio conto, a prescindere dal fatto che la controparte contrattuale sia stata da lui pre-individuata e abbia aperto il conto presso un diverso intermediario[919]. Ciò risolverebbe un altro grave limite del regime di circolazione *ex* art. 100-*ter* Tuf[920].

Una conseguenza molto rilevante dell'emissione di quote di s.r.l. in regime di dematerializzazione potrebbe essere la loro ammissibilità nelle "sedi di negoziazione" – per accedere alle quali tale regime è imposto dall'art. 83-*bis*, comma 1, Tuf – e in

---

strumenti diviene così elemento che può comportare l'assimilazione degli strumenti finanziari alla categoria degli strumenti negoziati nelle *trading venues* ufficiali».

[916] A. PERRONE, *Il diritto del mercato*, cit., 307.

[917] A dimostrazione della riduzione dei costi, basti pensare che la Relazione tecnica che accompagna il d.d.l. con cui si è promossa la riforma in esame segnala che il nuovo regime di dematerializzazione determinerà un ammanco per l'erario fino a 3,3 milioni. L'ammanco è dovuto alla perdita del gettito fiscale che fino ad allora, con il sistema tradizionale di trasferimento delle quote, era ricavato dall'imposta di registro, dalle imposte di bollo e dal pagamento dei diritti di segreteria (cfr. SENATO DELLA REPUBBLICA. SERVIZIO STUDI, *Dossier*, 23 ottobre 2023, n. 94/1, *Interventi a sostegno della competitività dei capitali*, A.S. 674-A). Come riporta BORSA ITALIANA, *Le infrastrutture finanziarie italiane alla sfida della nuova congiuntura*, cit., 9, i costi complessivi riconducibili al trasferimento di quote per un valore pari a 2000 euro si attestano su una media di 800 euro, nel caso in cui il deposito dell'atto di trasferimento avvenga col sistema della "firma digitale" (art. 36, comma 1 bis, d.l. 25 giugno 2008, n. 112), ovvero di 1000 euro, nel caso in cui il deposito venga effettuato da un notaio. Si consideri che il valore medio dell'investimento per gli investitori "persone fisiche" è di 3.222 euro, mentre per le persone giuridiche 20.000 euro, e che più del 50% degli investimenti svolti da persone fisiche è di valore inferiore a 1.000 euro. Cfr. i dati riportati da POLITECNICO DI MILANO, *5° report italiano sul CrowdInvesting*, luglio 2020, reperibile in *www.osservatoriocrowdinesting.it*, 14, ove si indica che i costi per la cessione di quote non sono quasi mai inferiori a 400 euro.

[918] V. *supra*, par. 11.2.3.

[919] Ciò avviene mediante il meccanismo (disciplinato dall'art. 83-*quater* Tuf) di registrazioni nei "conti finali" aperti dagli investitori presso gli intermediari e nei "conti centralizzati" aperti dagli intermediari e dagli emittenti presso il sistema di gestione accentrata: v. A. PERRONE, *Il diritto del mercato*, cit., 306 s.; F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato*, cit., 369.

[920] V. *supra*, par. 11.2.3 e 11.2.4.

particolare nei sistemi multilaterali di negoziazione (MTF), tra cui i Mercati di crescita per le PMI[921]. Non si tratta, invero, di un'implicazione scontata, stante il perdurante divieto di rappresentare le partecipazioni di s.r.l. in azioni e la dubbia riconducibilità della quota nel novero degli "strumenti finanziari".

In particolare, dal divieto di rappresentare le quote in azioni potrebbe ricavarsi tanto il divieto di assoggettare le prime alla tecnica cartolare (e a quella scritturale), quanto quello di una loro standardizzazione strutturale tale da renderle dei *quanta* di eguale valore e fungibili[922]. Tuttavia, si deve ora fare i conti col fatto che il legislatore ha previsto espressamente (con la l. 21/2024) sia l'assoggettabilità delle quote di s.r.l.-PMI al regime di dematerializzazione[923], sia la loro standardizzazione, definita dal legislatore come possibilità di emettere quote «aventi eguale valore e conferenti eguali diritti»[924]. D'altronde, la standardizzazione di uno strumento, attribuendo ad esso il carattere della "fungibilità", è essenziale per la sua gestione in maniera accentrata, poiché rende

[921] F. BRIZZI, *Offerta al pubblico e circolazione*, cit., 925. Il Regolamento dell'*Euronext growth Milan*, al punto n. 32, prevede che possono essere ammessi al mercato solo gli strumenti «liberamente negoziabili» e «sottoposti al regime di forma, legittimazione e circolazione dei titoli dematerializzati».

[922] Sulla necessità che il divieto di emettere azioni per le s.r.l. sia interpretato come divieto di suddividere il capitale in *quanta* di eguale valore, v., ragionando sul sistema introdotto dalla riforma del 2003, G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, cit., 506, il quale tuttavia (p. 513) considera la ripartizione del capitale in quote *standard* come una soluzione «degna di essere presa in considerazione in un prospettiva *de iure condendo*». Ragionando invece sul sistema introdotto dal d.l. 179/2012, che prevede la possibilità di creare categorie di quote, v. M. SCIUTO, *Le quote di partecipazione*, cit., 539 ss., il quale, pur riconoscendo che il legislatore ha ammesso la creazione di quote "standardizzate" sul piano dei *contenuti* (cioè le quote di categoria *ex* art. 26, comma 2, d.l. 179/2012), ritiene che il divieto di emettere azioni per le s.r.l. implichi che non sia possibile creare quote "standardizzate" sul piano della *struttura*, cioè intese come identiche frazioni, indivisibili e fungibili, del capitale sociale. *Contra*, nel senso di ammettere la standardizzazione, v. N. DE LUCA, *Partecipazione «azionaria» e tipicità delle società di capitali*, in *Rivista di diritto civile*, 2004, 6, II, 867, spec. 889 ss.

[923] Che prima si riteneva inammissibile poiché, come osservava G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, cit., 510, «se il divieto di dedurre la partecipazione sociale di s.r.l. in titoli azionari è stato suggerito dalla ritenuta (a torto o a ragione) incompatibilità fra le caratteristiche essenziali di tale tipo e la disciplina dei titoli di credito […], il divieto di cui sopra deve intendersi esteso alla configurabilità delle suddette partecipazioni come strumenti finanziari dematerializzati, giacché tali strumenti sono destinati a svolgere, esattamente come i titoli di credito, una funzione di smobilizzazione della ricchezza, grazie appunto alla agevole circolazione del veicolo che la rappresenta». Nello stesso senso, M. SCIUTO, *Le quote di partecipazione*, cit., 532.

[924] Mediante l'espressione citata, sembra essere la stessa legge (nuovo comma 2-*bis* dell'art. 26, d.l. 179/2012) a prevedere esplicitamente la possibilità di standardizzare le quote di s.r.l., rendendole dei *quanta* di eguale valore. Invero, in seguito all'introduzione della disciplina delle categorie di quote, la dottrina largamente maggioritaria aveva già ritenuto ormai possibile la configurazione di quote standardizzate in senso oggettivo: v., per riff. circa le diverse posizioni, *supra*, par. 4.2.

tecnicamente possibili le registrazioni eseguite dal depositario centrale, nei cui conti i singoli strumenti perdono la loro individualità[925].

Alla luce di queste novità, e constatando che il divieto di emettere azioni è tuttora previsto anche per le PMI che si avvalgono della dematerializzazione, si deve cercare un'interpretazione che attribuisca un senso a quel divieto. Si potrebbe ritenere che il divieto riguardi ormai esclusivamente la rappresentazione in forma cartolare (ma non più quella scritturale) delle quote, e quindi l'assoggettamento di queste alla disciplina dei titoli di credito[926]. Inoltre, il divieto riguarderebbe anche la denominazione formale delle quote, per le quali ragioni di certezza del diritto impediscono di utilizzare il termine "azioni"[927]. D'altronde, alla conclusione che la forma scritturale sia cosa disgiunta dal fenomeno cartolare giungevano diversi autori già prima che venisse prevista la possibilità di emettere quote di s.r.l. standardizzate e dematerializzate[928], sicché questa tesi potrebbe essere oggi ancor più plausibile alla luce delle novità legislative.

In altri termini, dato che per le s.r.l.-PMI è tuttora vigente il divieto di emettere azioni, nonostante possano ormai emettere quote dematerializzate, l'interpretazione ora proposta sembra poter quantomeno "salvare" il senso della perdurante previsione di quel divieto; invece, per le s.r.l. "grandi", il divieto potrebbe continuare ad esprimersi con significato pieno, cioè precludendo anche la forma scritturale oltre a quella cartolare. Tuttavia, non si può negare che ragioni di coerenza del sistema giustificherebbero l'estensione del nuovo regime di dematerializzazione anche alle s.r.l.

---

[925] G. SERAFIN, *Dematerializzazione e tokenizzazione*, cit., 643.

[926] F. BRIZZI, *Offerta al pubblico e circolazione*, cit., 926; G. SERAFIN, *Dematerializzazione e tokenizzazione*, cit., 643. D'altronde, come osserva l'Autrice (p. 640), il fatto che, nel regime alternativo di circolazione di cui all'art. 100-*ter*, comma 2, Tuf, sia espressamente previsto che il certificato rilasciato dall'intermediario al titolare della quota non è uno strumento atto a trasferire la proprietà della quota, dimostra la perdurante vigenza del divieto che la quota di s.r.l. sia rappresentata da titoli circolanti.

[927] E. CUSA, *Le quote di s.r.l. possono essere valori mobiliari*, cit., 693; BORSA ITALIANA, *Le infrastrutture finanziarie italiane alla sfida della nuova congiuntura*, cit., 13.

[928] F. BRIZZI, *S.r.l. PMI e offerta al pubblico*, cit., 241, giunge alla conclusione che la forma scritturale è «ormai divenuta qualcosa di scollegato dal fenomeno dei titoli di credito, al quale un tempo […] veniva accostata». Nello stesso senso, E. CUSA, *Le quote di s.r.l. possono essere valori mobiliari*, cit., 693; nonché la più risalente posizione di G. GUIZZI, *Il titolo azionario come strumento di legittimazione. La circolazione delle azioni tra diritto cartolare, diritto comune e diritto del mercato finanziario*, Milano, 2000, 70 ss. *Contra*, con espressa critica alla posizione di G. Guizzi, v. M. CIAN, voce *Dematerializzazione*, in *Enciclopedia del diritto*, Annali II-2, Milano, 2008, 323.

"grandi"[929]: in tal modo, non solo l'ambito applicativo della nuova misura corrisponderebbe a quello della disciplina del *crowdfunding*, ma potrebbero giovarsi della dematerializzazione proprio quelle s.r.l. che, in quanto di maggiori dimensioni, possono attirare più investitori e sfruttare appieno le potenzialità del nuovo regime.

Come si è anticipato, l'ammissione al regime di dematerializzazione delle quote di s.r.l. rende più pressante l'esigenza di valutare se è possibile ricomprendere queste nel *genus* degli "strumenti finanziari", e in particolare nella *species* dei "valori mobiliari"[930]: sarebbe un approdo interpretativo – già ritenuto plausibile da parte della dottrina[931] – essenziale per consentire l'ammissione delle quote agli MTF[932]. Per poter considerare le quote di s.r.l. come «categorie di valori che possono essere negoziati nel mercato dei capitali» (art. 1, comma 1-*bis*, Tuf) si deve valutare non semplicemente se esse siano "negoziabili", bensì se lo siano nell'ambito specifico del mercato dei capitali. Sulla astratta negoziabilità delle quote, intesa come possibilità di essere oggetto di negozi giuridici diretti a disporne, non sembrano sorgere particolari dubbi[933]. Invece, la negoziabilità nel mercato dei capitali sembra richiedere che lo strumento possa essere

[929] R. LENER, *Cosa sta succedendo alle quote di srl?*, in *Quaderni Assosim*, I, n.0/2023, 14; F. BRIZZI, *Offerta al pubblico e circolazione*, cit., 924.

[930] L'elencazione degli "strumenti finanziari" è tendenzialmente considerata tassativa (Allegato I, sezione C, Tuf), mentre, al suo interno, la categoria dei "valori mobiliari" rappresenta un nozione "aperta" (art. 1, comma 1-*bis*, Tuf), quindi potenzialmente suscettibile di ricomprendere anche le quote di s.r.l. Cfr. S. PATRIARCA, *Prodotti e strumenti finanziari*, in M. CERA, G. PRESTI (diretto da), *Il testo unico finanziario*, vol. 1, Bologna, 2020, 70 ss.

[931] In senso favorevole a riconoscere natura di valore mobiliare alle quote di s.r.l., quantomeno nel caso in cui siano standardizzate, v., con varietà di argomentazioni: E. CUSA, *Le quote di s.r.l. possono essere valori mobiliari*, cit., 675; G. SERAFIN, *Dematerializzazione e tokenizzazione*, cit., 629 ss.; N. ABRIANI, *La struttura finanziaria*, cit., 509; P. BENAZZO, *Categorie di quote*, cit., 1459; M. CIAN, *Dalla s.r.l. a base personalistica*, cit., 1425; S. CORSO, *Le s.r.l. "aperte" al mercato*, cit., 39 s.; V. SANTORO, *Tentativi di sviluppo di un mercato secondario delle quote di società a responsabilità limitata*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2020, 1, 28; G.A. POLICARO, *Dalle s.r.l. emittenti sui portali*, cit., 118; A. DENTAMARO, *Azioni, quote di S.R.L. PMI e loro negoziabilità nel mercato dei capitali e nelle sedi di negoziazione*, in *Giustizia civile*, 2022, 4, 823 (ma v. *infra*); R. LENER, *Cosa sta succedendo*, cit., 13. In termini possibilisti: G. PRESTI, *Vent'anni vissuti pericolosamente*, cit., 484; A. CETRA, *Le s.r.l.-PMI: disciplina legale*, cit., 820; S. PATRIARCA, *Prodotti e strumenti finanziari*, cit., 85. In senso dubitativo: G. ZANARONE, *La s.r.l. A vent'anni*, cit., 508 ss. In senso contrario: E. GINEVRA, *Le società di capitali "aperte"*, cit., 891; E. PEDERZINI, F. DE GOTTARDO, *Incentivi e ostacoli*, cit., 288; D. COLONNELLO, E.R. IANNACCONE, G. MOLLO, M. ONZA, *Piccole e medie imprese*, cit., 50; A. DENTAMARO, *Apertura della s.r.l. PMI*, cit., 170 ss.

[932] E. CUSA, *Le quote di s.r.l. possono essere valori mobiliari*, cit., 677 s.; S. CORSO, *Le s.r.l. "aperte" al mercato*, cit., 39.

[933] S. CORSO, *Le s.r.l. "aperte" al mercato*, cit., 37; G. SERAFIN, *Dematerializzazione e tokenizzazione*, cit., 631; E. CUSA, *Le quote di s.r.l. possono essere valori mobiliari*, cit., 679 ss.; G. ZANARONE, *La s.r.l. A vent'anni*, cit., 508.

scambiato secondo quell'insieme di regole che governano le "sedi di negoziazione" e che sono necessarie affinché le negoziazioni avvengano in maniera ordinata ed efficiente, a tutela della trasparenza del mercato e, dunque, degli investitori[934]. Regole che, nel loro complesso, consentono l'efficiente espletamento delle funzioni di *matching* e *pricing*. Ma l'efficienza del mercato non può prescindere dalla «*oggettivazione*» e dalla «*uguaglianza*» dei beni che vi vengono scambiati, caratteristiche che si traducono nella "fungibilità" di tali beni[935]. Pertanto, per la creazione di un mercato secondario di quote di s.r.l. sarebbe imprescindibile che queste siano standardizzate (quindi fungibili[936]), come risulta ora possibile quantomeno per le PMI[937].

Tuttavia, la negoziabilità e la standardizzazione potrebbero non essere sufficienti per definire le quote come valori mobiliari. È diffusa l'opinione secondo cui la qualificazione di uno strumento come valore mobiliare presuppone che la sua vicenda circolatoria sia sottoposta a un regime che assicuri un determinato livello di protezione

[934] G. SERAFIN, *Dematerializzazione e tokenizzazione*, cit., 632. Sui «sistemi» di negoziazione, intesi come un «contesto di regole» e «uno spazio tecnico operativo», v. M. CIAN, *Le sedi di negoziazione*, cit., 451 ss.

[935] C. ANGELICI, *La società per azioni*, cit., 34; P. SPADA, M. SCIUTO, *Il tipo della società per azioni*, cit., 48 s.: «La predisposizione di partecipazioni dotate di valenza unitaria è opportuna perché basta essa a garantirne – anzi ad esigerne, quanto più le si pensa in termini reificati – la circolazione; perché agevola la cartolarizzazione che ne esalta – neutralizzando il rischio dell'acquisto da chi non è socio – la negoziabilità […]; promuove così la istituzionalizzazione dei mercati, consentendo la rilevazione periodica (ormai continua, grazie all'informatica) del prezzo di scambio unitario delle partecipazioni […]. Cose in gran parte sistematicamente fattibili anche senza adottare un'unità di misura specifica della partecipazione sociale; ma che l'azione e il processo di reificazione che ne deriva consentono di realizzare in modo più semplice e più efficiente».

[936] Cfr. art. 51, par. 1, Direttiva 2014/65/UE (MiFID II): «Gli Stati membri prescrivono che i mercati regolamentati siano dotati di *regole chiare e trasparenti* riguardanti l'ammissione degli strumenti finanziari alla negoziazione. Tali regole assicurano che gli strumenti finanziari ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato possano essere *negoziati in modo equo, ordinato ed efficiente* e, nel caso dei valori mobiliari, siano liberamente negoziabili» (corsivo aggiunto); nonché art. 1, par. 1, Reg. delegato UE 2017/568: «I valori mobiliari sono considerati liberamente negoziabili se possono essere negoziati tra le parti di un'operazione ed essere successivamente trasferiti senza restrizioni e se tutti i valori della categoria cui appartiene il valore in questione sono *fungibili*» (corsivo aggiunto). Su queste disposizioni, v. anche G. SERAFIN, *Dematerializzazione e tokenizzazione*, cit., 636

[937] V., con varietà di argomentazioni, A. ABU AWWAD, *Quote di partecipazione*, cit., 238; M. CIAN, *Dalla s.r.l. a base personalistica*, cit., 1425; S. CORSO, *Le s.r.l. "aperte" al mercato*, cit., 38 s.; A. CETRA, *Le s.r.l.-PMI: disciplina legale*, cit., 820. Cfr. con riferimento alla s.p.a., P. SPADA, M. SCIUTO, *Il tipo della società per azioni*, cit., 49, secondo i quali, rinunciando alla tecnica azionaria, non sarebbe neanche immaginabile la quotazione nei mercati: «non si vede, infatti, come possa quotarsi una ricchezza mobiliare e fungibile senza prescegliere un'unità della ricchezza da scambiarsi: un'oncia d'oro, un barile di brent, un'azione, appunto, di questa o quella società». E v. anche E. RIGHINI, *Strumenti e prodotti finanziari*, in *Enciclopedia del diritto*, Annali IV, Milano, 2011, 1166, sulla correlazione tra "negoziabilità" e standardizzazione dei valori mobiliari.

all'acquirente, cioè che preveda meccanismi di protezione *erga omnes* dell'acquirente in buona fede[938]. Si tratta di meccanismi, indispensabili per lo sviluppo di un mercato, che sono regolati dai principi della circolazione in forma cartolare e scritturale[939]. Come è stato rilevato, questa osservazione potrebbe escludere che le quote di s.r.l. siano valori mobiliari, così precludendo che vengano ammesse su MTF[940]. Sennonché, la neo-introdotta possibilità che le quote (almeno quelle delle PMI) siano oggetto di gestione accentrata in regime di dematerializzazione potrebbe risolvere il problema appena esposto, grazie all'applicabilità dell'art. 83-*quinquies*, comma 2, Tuf, che protegge dalle pretese dei precedenti acquirenti colui che ottiene, in base a titolo idoneo e in buona fede, la registrazione del valore nel proprio conto. La quota di s.r.l.-PMI dematerializzata, pertanto, oltre ad essere standardizzata, sarebbe anche negoziabile "in senso stretto", cioè capace di offrire all'acquirente le tutele che sono tipiche dei regimi cartolare e scritturale; diverrebbe quindi qualificabile come "valore mobiliare". Di conseguenza, potrebbe sembrare plausibile l'ammissione delle quote di s.r.l. negli MTF, e in particolare nei Mercati di crescita[941].

Le questioni a cui si è ora potuto solo accennare – la portata del divieto di emettere azioni, la qualificazione della quota come valore mobiliare e la sua ammissibilità negli MTF – se risolte nel senso che si è, in ipotesi, prospettato, possono determinare un forte impatto sulla negoziabilità delle quote di s.r.l. nel mercato secondario. Se, per un verso, il regime di dematerializzazione velocizza i trasferimenti delle quote e ne riduce i costi, per altro verso, l'ammissione di esse a un MTF consentirebbe anche la più efficiente

[938] Si tratta di posizioni che intendono "in senso stretto" il requisito della "negoziabilità" tipico dei valori mobiliari: sul tema v. P. SPOALORE, *S.r.l. e offerta al "pubblico"*, cit., 71 ss., ove ult. riff.; F. BRIZZI, *S.r.l. PMI e offerta al pubblico*, cit., 156; P. HACKER, C. THOMALE, *Crypto-Securities Regulation: ICOs, Token Sales and Cryptocurrencies under EU Financial Law*, in *European Company and Financial Law Review*, 2018, vol. 15, issue 4, 645, reperibile in *www.ssrn.com*, dal quale si cita, 22: «some do interpret negotiability in a narrow sense, so as to distinguish it clearly from mere transferability. Particularly, they tend to stress that acquisition of securities based on good faith must be possible, or that equivalent security mechanisms need to be in place to protect investors *erga omnes*, and not only *vis-à-vis* their contractual party, from insecure links in the chain of ownership»; gli Autori da ultimo citati applicano la nozione di "negoziabilità" in senso stretto ai *token* per verificare se questi possono essere identificati come *securities*. Un'ampia e risalente trattazione del tema è offerta da J.S. ROGERS, *Negotiability as a system of title recognition*, in *Ohio State Law Journal*, 1987, vol. 48, Issue 1, 179.

[939] P. SPOALORE, *S.r.l. e offerta al "pubblico"*, cit., 73.

[940] P. SPOALORE, *S.r.l. e offerta al "pubblico"*, cit., 73.

[941] Ipotizzano l'ammissione delle quote standardizzate nei Mercati di crescita per le PMI: P. BENAZZO, *Categorie di quote*, cit., 1459; M. CIAN, *Dalla s.r.l. a base personalistica*, cit., 1425; ID., *Le sedi di negoziazione*, cit., 450; G.A. POLICARO, *Dalle s.r.l. emittenti sui portali*, cit., 118 *sub* nota 63.

formazione dei prezzi su base automatica e continuativa, a beneficio della trasparenza sul "valore" di società che, in assenza del "giudizio" del mercato, risulterebbero tendenzialmente più "opache" nei confronti degli investitori.

Si tratta di questioni che, sebbene già oggetto di trattazione da parte di diversi autori[942], necessiteranno di essere ulteriormente approfondite, anche alla luce della diffusione di cui godrà il regime di dematerializzazione delle quote, una volta implementato definitivamente.

Inoltre, per quanto attiene ai Mercati di crescita per le PMI, si dovrà valutare la capacità delle s.r.l. di rispettare le condizioni richieste per accedervi. A tal proposito, sul piano delle regole di mercato, si può quantomeno dubitare che la maggior parte delle s.r.l., anche dopo aver compiuto una raccolta di *crowdfunding*, destino un interesse tale negli investitori da poter dare vita a un dinamico e liquido mercato secondario[943]. Non a caso, al momento, nessuna s.r.l. risulta "quotata" nel mercato di crescita *Euronext growth Milan*[944], nonostante il regolamento non sembri impedirlo, posto che prevede espressamente la possibilità che siano ammessi «strumenti finanziari diversi dalle azioni», ma a condizione che l'emittente garantisca «che siano disponibili al pubblico informazioni dettagliate sugli strumenti finanziari e che sia in ogni caso assicurato un mercato normale e regolare per lo strumento finanziario» (punto n. 33)[945]. Quest'ultima previsione implica l'esistenza di un certo "flottante", circostanza che non è affatto scontata con riguardo alle quote della maggior parte delle s.r.l.[946]

Sul piano più strettamente del diritto societario, l'eventuale accesso a tali mercati richiede adeguamenti organizzativi di cui non tutte le PMI potrebbero essere disposte a

---

[942] V. riff. nelle note che precedono.

[943] Cfr. G. PRESTI, *Vent'anni vissuti pericolosamente*, cit., 484: «anche se si convenisse che le quote di srl possono essere quotate o negoziate, le caratteristiche delle società che le emettono rendono di fatto poco effettiva la possibilità di concreta smobilizzazione e scarsamente significative le eventuali quotazioni di mercato». V. anche M. MOZZARELLI, *L'equity crowdfunding in Italia*, cit., 684 s.

[944] Cfr. G. SERAFIN, *Dematerializzazione e tokenizzazione*, cit., 639.

[945] Cfr. le simili osservazioni di S. CORSO, *Le s.r.l. "aperte" al mercato*, cit., 26 ss., svolte però sulle disposizioni, con formulazione identica, del previgente regolamento del mercato di crescita denominato AIM Italia, ora sostituito dall'*Euronext growth Milan*.

[946] In proposito, il Regolamento dell'*Euronext growth Milan*, nella parte II, articolo 9, prevede anche che «Borsa Italiana potrà rifiutare l'ammissione, per esempio, se reputa che in considerazione del *flottante* o delle caratteristiche dello strumento finanziario non sia possibile mantenere un mercato normale e regolare per lo strumento finanziario». Cfr. A. DENTAMARO, *Azioni, quote di S.R.L.*, cit., 862.

sostenere i costi[947]: si pensi all'istituzione quantomeno della funzione di revisione contabile (obbligatoria per accedere al mercato di crescita[948]) e agli obblighi informativi che gravano sugli emittenti, per rispettare i quali potrebbe essere necessaria, eventualmente, l'integrazione dei bilanci in forma abbreviata con informazioni complementari, se non la necessaria redazione del bilancio in forma ordinaria[949]. Per gli emittenti è infatti prevista una serie di adempimenti informativi direttamente dall'art. 69 Tuf; adempimenti che sono poi meglio declinati dal Regolamento emittenti dell'*Euronext growth Milan*[950].

Si consideri, ancora con riferimento agli effetti sul piano del diritto societario, che il regime di dematerializzazione potrebbe incidere anche sulle modalità per l'esercizio dei diritti sociali da parte dei soci investitori nelle s.r.l., potendo eventualmente risolvere diversi problemi che sono stati analizzati nel corso di questo lavoro. Si fa riferimento alla possibilità che i diritti del socio siano esercitati dall'intermediario. Quest'ultimo potrebbe agire in adempimento di disposizioni di legge, come è previsto ad esempio per l'esercizio dei diritti patrimoniali (art. 83-*quater*, comma 1, Tuf), oppure in qualità di mandatario, «in nome e per conto del titolare del conto» (art. 83-*novies*, comma 1, lett. a Tuf)[951]. Grazie a questa previsione, potrebbe diminuire il numero di soggetti con cui la società, e in particolare gli amministratori, sono tenuti a relazionarsi, così riducendo l'impatto che l'ingresso di una moltitudine di *crowdinvestor* produce sull'efficienza dell'organismo[952]. Tuttavia, questa possibilità, evidentemente pensata per la s.p.a., potrebbe suscitare qualche dubbio nel caso in cui l'oggetto del mandato sia l'esercizio di diritti che caratterizzano la natura "personalistica" della partecipazione di s.r.l. e che

[947] Cfr. R. LENER, *Cosa sta succedendo*, cit., 14.

[948] V. *supra*, par. 7.3.

[949] V. *supra*, par. 8.

[950] Sugli adempimenti informativi richiesti agli emittenti nel mercato di crescita, v. anche M. CIAN, *Le sedi di negoziazione*, cit., 455 s.

[951] M. CIAN, *art. 93-novies-83-decies*, in P. ABBADESSA, G. PORTALE (diretto da), *Le società per azioni*, Milano, 2016, 3781 s.; V. CALANDRA BUONAURA, *Commentario breve al testo unico della finanza*, Milano, 2020, 659.

[952] Una soluzione volta ad "aggregare" i diritto di *voice* dei soci investitori in capo a un unico soggetto è stata elaborata, a prescindere dall'applicabilità alla s.r.l. della disciplina sulla dematerializzazione, da S. CORSO, *Le s.r.l. "aperte" al mercato*, cit., 152 ss., secondo la quale, in una s.r.l. "aperta" con quote regolate secondo il regime alternativo di circolazione *ex* art. 100-*ter* Tuf, i soci sarebbero liberi di conferire all'intermediario un mandato fiduciario per l'esercizio dei diritti sociali nell'interesse dei soci stessi. Ipotesi simile è stata avanzata anche da M. MOZZARELLI, *L'equity crowdfunding in Italia*, cit., 685.

presuppongono un coinvolgimento attivo del socio nella vita della società, come il diritto individuale di controllo *ex* art. 2476, comma 2, c.c. L'avanzato livello di "finanziarizzazione" a cui giungerebbe una s.r.l. le cui quote, oltre ad essere state offerte tramite *crowdfunding*, siano anche dematerializzate, potrebbe allora suggerire un intervento legislativo teso a ridimensionare gli aspetti più "personalistici" della partecipazione nella s.r.l., almeno limitatamente all'ipotesi in cui questa effettivamente utilizzi i nuovi strumenti che la proiettano nel mercato. Non è da escludersi che la s.r.l. possa essere investita da una serie di nuove misure legislative volte a mutarne ulteriormente i connotati rispetto a quelli delineati dalla riforma del 2003; un mutamento, questo, che pare ancor più plausibile ora che è stata prevista la possibilità che le quote di s.r.l. siano emesse, custodite e trasferite sotto forma di strumenti digitali (*token*), tramite la tecnologia a "registri distribuiti"[953].

13. Dalla s.r.l. "aperta" a quella "*apertissima*"?

Non c'è dubbio che agevolare il disinvestimento delle quote di s.r.l. e creare un efficiente mercato secondario siano obiettivi fondamentali ed auspicabili per sostenere la crescita delle imprese minori e aumentarne l'attrattività agli occhi degli investitori. Quel che invece è più dubbio è se sia opportuno immaginare tali obiettivi come necessariamente utili per qualsiasi s.r.l.

[953] Si fa riferimento alla c.d. *tokenizzazione* delle azioni e delle quote di s.r.l., disciplinata in Italia dal d.l. 25/2023 (in materia di *emissioni e circolazione di determinati strumenti finanziari in forma digitale*), adottato per adeguare l'ordinamento interno al Reg. UE 858/2022 (*DLT pilot regime*). Trattasi di una disciplina che introduce le prime disposizioni volte a consentire ai gestori delle sedi di negoziazione di procedere alla conversione dei propri mercati e delle relative infrastrutture verso la tecnologia a registri distribuiti. Con riguardo alla s.r.l., rileva segnalare che l'art. 26 d.l. 25/2023 autorizza la Consob ad adottare un regolamento con il quale può, tra l'altro, includere nell'ambito degli strumenti che gli emittenti possono assoggettare alla disciplina degli strumenti finanziari in forma digitale le quote di s.r.l., «anche in deroga alle disposizioni vigenti relative al regime di forma e circolazione di tali strumenti, ivi comprese le disposizioni di cui agli articoli 2468, primo comma, 2470, commi dal primo al terzo, e 2471 del codice civile». Sul tema, la letteratura è già copiosa: v., tra gli altri, G. SERAFIN, *Dematerializzazione e tokenizzazione delle quote di s.r.l.: quali sviluppi di un mercato secondario?*, in *Banca impresa società*, 2023, 3, 615; F. BRIZZI, *S.r.l. PMI e offerta al pubblico*, cit., 224; ID., *Offerta al pubblico e circolazione delle quote di s.r.l. in seguito alla novella dell'art. 100-ter T.U.F.: prime riflessioni*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, 2023, 3, 926; P. CARRIÈRE, N. DE LUCA, M. DE MARI, G. GASPARRI, T.N. POLI, *Tokenizzazione di azioni e azioni tokens*, CONSOB – *Quaderni giuridici*, n. 25, gennaio 2023. Sulle *Initial Coin Offerings*, v. anche cap. I, par. 4.

Una delle caratteristiche principali del tipo s.r.l. è la sua flessibilità ed adattabilità a diverse esigenze e contesti imprenditoriali. Allora, come non tutte le s.r.l. sono attratte da uno strumento con le caratteristiche del *crowdfunding*, che immette nella compagine un elevato numero di investitori "anonimi", così molte s.r.l. potrebbero non essere disposte a sostenere i costi necessari per accedere, ad esempio, al regime di gestione accentrata, oppure potrebbero non essere attratte dall'idea che le proprie quote siano stabilmente oggetto di negoziazioni in un MTF (circostanza che determinerebbe frequenti cambiamenti nella compagine e mutamenti del valore delle quote). Questo ragionamento, poi, può essere applicato anche nel più ristretto ambito delle s.r.l. *crowdfunded*: non si deve pensare che una s.r.l., per il solo fatto che abbia compiuto un'offerta di *crowdfunding*, sia allora interessata ad accedere anche a un MTF. Quel che pare certo è che la presenza di un mercato secondario efficiente rende più attrattiva l'offerta di *crowdfunding*, però ciò non implica che si debba immaginare una necessaria linea di continuità tra il *crowdfunding* (mercato primario) e gli strumenti atti a creare un mercato secondario.

Esistono s.r.l. (probabilmente la maggioranza) che sono piccole e rimarranno piccole, perché non esercitano attività con potenzialità – o esigenza – di crescita. Alcune s.r.l. piccole possono giovarsi del *crowdfunding*, incrementando il loro capitale di un ammontare discreto per una piccola attività, ma potrebbero non proseguire nel percorso di "apertura" al mercato secondario.

Le s.r.l. a cui, invece, potrebbe giovare maggiormente l'esistenza di un mercato secondario sono quelle che esercitano attività innovative con grandi prospettive di crescita. Si tratta effettivamente delle s.r.l. che più frequentemente ricorrono sia al *crowdfunding*, sia al *venture capital*. Allora, con riguardo alle società innovative si può immaginare un percorso di crescita in più fasi[954]: nella prima fase, la società effettua la campagna di *crowdfunding* per raccogliere i primi fondi e ottenere un primo "giudizio" sulla validità dell'idea da parte del mercato; nella seconda fase, si svolgono i *round* di finanziamento con i *venture capitalists*; nell'ultima fase, la società ormai di dimensioni

[954] Sulle "fasi" del finanziamento delle *start-up* v. *supra*, par. 3.

"medie" accede a una sede di negoziazione (eventualmente sfruttabile anche dal *venture capitalist* per effettuare il disinvestimento[955]).

Ciò detto, rimane comunque innegabile che il *crowdfunding* e le "sedi di negoziazione" tradizionali rappresentano strumenti intrinsecamente diversi e con distinte finalità. Non è un caso che il legislatore europeo abbia inteso dedicare discipline nettamente separate a tali strumenti.

Il *crowdfunding* serve primariamente per consentire di raccogliere capitale di rischio a imprese che non potrebbero raccoglierlo nelle sedi di negoziazione; ma non semplicemente perché non possiedono la forma di s.p.a., bensì perché non potrebbero in ogni caso rispettare le condizioni necessarie per accedere a tali mercati. In primo luogo, non rispetterebbero i requisiti in materia di trasparenza, sia a causa dei costi necessari per la *disclosure*, sia perché, in alcuni casi, non dispongono delle informazioni che devono essere obbligatoriamente fornite al mercato (è il caso delle *start-up* di recente costituzione[956]). In secondo luogo, la scarsa significatività patrimoniale e il modesto interesse destato negli investitori potrebbe impedire che gli scambi aventi ad oggetto le quote di tali imprese assicurino livelli di flottante sufficienti a consentire l'efficiente *pricing* delle loro partecipazioni, nonché la loro stessa permanenza sul mercato. Che quella indicata sia la funzione del *crowdfunding* lo si comprende dalla disciplina in materia di *disclosure* sui portali: una *disclosure* che si è definita "atipica", in quanto affidata in larga misura a informazioni di tipo *soft*, non sempre accompagnate da altre di tipo *hard*[957].

È conseguenza di quanto si è detto che, data la pregnante disciplina in materia di adempimenti informativi prevista per l'accesso alle sedi di negoziazione, eventuali future misure per consentire l'accesso delle s.r.l. a tali sedi difficilmente potranno scalzare del tutto l'utilizzo del *crowdfunding* da parte di quelle imprese, soprattutto neocostituite, per le quali questo strumento è stato congegnato. Usando il linguaggio delle scienze economiche, le sedi di negoziazione e i portali di *crowdfunding* non

[955] Sul disinvestimento del *venture capitalist* tramite i Mercati di crescita per le PMI, v. S. GILOTTA, *Il disinvestimento tramite quotazione: opportunità e limiti*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2021, 1-2, 374 s.

[956] V. *supra*, par. 2.

[957] V. *supra*, par. 2.

paiono due beni "sostituti perfetti". Probabilmente, per alcune imprese (tendenzialmente quelle di dimensioni almeno medie) saranno beni "succedanei", nel senso che tali imprese potrebbero raccogliere capitale utilizzando entrambi gli strumenti: in tal caso, è possibile che le sedi di negoziazione attirino nella propria orbita alcune s.r.l., allontanandole dal *crowdfunding*. Per altre imprese (tendenzialmente le *start-up* innovative), saranno due beni "complementari", nel senso che per esse risulterà efficiente utilizzarli in sequenza, iniziando con una raccolta sui portali in fase di *start-up*, per poi "crescere" nelle sedi di negoziazione.

Lo strumento della gestione accentrata in regime di dematerializzazione potrebbe costituire la chiave di volta del sistema: esso consentirebbe alle imprese *crowdfunded* di agevolare l'*exit* dei soci *crowdinvestor*, così aumentando l'attrattività dell'offerta sui portali; esso, inoltre, è requisito necessario per poter accedere agli MTF, costituendo così il volano per il passaggio dell'impresa da uno strumento (di mercato primario) all'altro (di mercato secondario). La gestione accentrata, d'altra parte, potrebbe anche essere un utile strumento per l'ordinata gestione dell'esercizio della *voice* da parte dei soci *crowdinvestor*[958], così dimostrandosi uno strumento determinante nella realizzazione di quel difficile equilibrio tra l'esigenza di tutelare il socio investitore e quella di assicurare l'efficienza dell'organismo societario.

Nell'ultimo decennio, dinanzi alle novità introdotte dal d.l. 179/2012, gli interpreti si sono chiesti se la s.r.l. abbia perso la sua essenza tipologica e quale sia la linea di demarcazione tra la s.r.l. tradizionale "chiusa" e quella "aperta". La formula s.r.l. "aperta", particolarmente utile per finalità descrittive, è stata utilizzata anche nel presente lavoro, ma con l'avvertenza che il *crowdfunding* determina un contatto solo momentaneo con il mercato e che, quindi, la s.r.l. *crowdfunded* in realtà mantiene molte delle caratteristiche della s.r.l. "chiusa", in quanto tendenzialmente priva di un mercato secondario. D'altro canto, se una s.r.l. venisse considerata "aperta" in senso tecnico per il solo compimento di una campagna di *crowdfunding*, allora si dovrebbe definire "aperta" anche una piccola s.p.a. che ha fatto ricorso al *crowdfunding*; una simile definizione, però, stonerebbe con l'uso tradizionale dell'espressione s.p.a. "aperta", che

[958] V. par. precedente.

è normalmente riferita alle società quotate e a quelle con azioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante.

Ora, dinanzi al nuovo scenario che si è descritto in questo e nel precedente paragrafo, viene da chiedersi se l'espressione s.r.l. "aperta" non debba "salire di uno scalino". La s.r.l. che, oltre ad essere *crowdfunded*, ha anche optato per la dematerializzazione delle quote o persino per l'accesso a un MTF, potrebbe meritare l'appellativo "aperta" di più rispetto a quella semplicemente *crowdfunded*; altrimenti, si dovrebbe constatare il profilarsi all'orizzonte di una nuova s.r.l. "*apertissima*".

BIBLIOGRAFIA

DOTTRINA

P. ABBADESSA, *La voice dei soci nella gestione della s.r.l.*, in *Rivista di diritto societario*, 2012, 2, 186.

A.M. ABDULSALEH, A.C. WORTHINGTON, *Small and medium-sized enterprises financing: a review of literature*, in *International journal of business and management*, 2013, Vol. 8, n. 14, 36.

N. ABRIANI, *Controllo individuale del socio e autonomia contrattuale nella società a responsabilità limitata*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2005, 2, I, 155.

N. ABRIANI, *Azioni a voto plurimo e maggiorazione del diritto di voto degli azionisti fedeli: nuovi scenari e inediti problemi interpretativi*, in *Giustiziacivile.com*, 2014.

N. ABRIANI, *La novìsima srl-pyme italiana. Nuevos medios de financiaciòn de las pymes y su repercusión sobre el derecho de sociedades*, in *Revista de derecho de sociedades*, 2018, 53, 57.

N. ABRIANI, *Struttura finanziaria, assetti proprietari e assetti organizzativi della società a responsabilità limitata P.M.I. "Que reste-t-il della s.r.l.?"*, Relazione presentata al IX Convegno Annuale dell'Associazione Orizzonti del Diritto Commerciale, Roma, 23-24 febbraio 2018, reperibile in *www.orizzontideldirittocommerciale.it*.

N. ABRIANI, *La struttura finanziaria della società a responsabilità limitata*, in *Rivista di diritto societario*, 2019, 3, 501.

N. ABRIANI, *Quote, categorie di quote e strumenti finanziari delle s.r.l. PMI: possibilità di razionalizzazione del sistema?*, in P. MONTALENTI, M. NOTARI (a cura di), *Società a responsabilità limitata, piccola e media impresa, mercati finanziari: un mondo nuovo?*, Milano, 2020, 79.

N. ABRIANI, *I controlli*, in C. IBBA, G. MARASÀ (a cura di), *Le società a responsabilità limitata*, vol. II, Milano, 2020, 1985.

N. ABRIANI, *Il sistema dei controlli nella s.r.l. tra modifiche del codice civile e codice della crisi: un rebus aperto?*, in M. IRRERA (a cura di), *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della Crisi. Studi in onore di Oreste Cagnasso*, Torino, 2020, 866.

N. ABRIANI, A. ROSSI, *Nuova disciplina della crisi d'impresa e modificazioni del codice civile: prime letture*, in *Società*, 2019, 4, 393.

A. ABU AWWAD, *Quote di partecipazione, categorie di quote e diritti particolari*, in V. DONATIVI (diretto da), *Trattato delle* società, Tomo III, Torino, 2022, 218.

F. ACCETTELLA, N. CIOCCA, *Emittente e portale nell' "equity-based crowdfunding"*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2017, 2, 237.

F. ACCETTELLA, *Le modificazioni dell'atto costitutivo. L'aumento e la riduzione del capitale sociale*, in G. SANTONI, F. BRIOLINI, G.M. BUTA, F. ACCETTELLA, *Le società a responsabilità limitata*, Torino, 2022, 292.

S. ADDAMO, *Passaggio generazionale nell'amministrazione delle s.r.l. a base familiare*, in *Contratto e impresa*, 2021, 3, 834.

A.R. ADIUTORI, *Strumenti finanziari nelle start up e P.M.I. innovative*, in O. CAGNASSO, A. MAMBRIANI (diretto da), *Start up e P.M.I. innovative*, Bologna, 2020, 799.

A. AGRAWAL, C. CATALINI, A. GOLDFARB, *Some Simple Economics of Crowdfunding*, in *Innovation Policy and the Economy*, 2014, vol. 14, issue 1, 63, reperibile in *www.nber.org*, dal quale si cita.

P. ALESSANDRINI, L. PAPI, A.F. PRESBITERO, A. ZAZZARO, *Crisi finanziaria globale, crisi sovrana e crisi bancaria: l'Italia e il confronto europeo*, in A. ZAZZARO (a cura di), *Le banche e il credito alle imprese durante la crisi*, Bologna, 2014, 25.

G. ALPA, *Fintech: un laboratorio per i giuristi*, in *Contratto e impresa*, 2019, 2, 377.

S. ALVARO, A. CIAVARELLA, D. D'ERAMO, N. LINCIANO, *La deviazione dal principio "un'azione - un voto" e le azioni a voto multiplo*, CONSOB – *Quaderni giuridici*, n. 5, gennaio 2014.

S. ALVARO, S. CASELLI, D. D'ERAMO, *Nuovi strumenti di politica industriale per lo sviluppo e la quotazione delle PMI*, CONSOB – *Quaderni giuridici*, n. 18, dicembre 2018.

P. AGSTNER, A. CAPIZZI, P. GIUDICI, *Business Angels, Venture Capital e la nuova s.r.l.*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, 2020, 2, 353.

G. AMATO, *Il debt crowdfunding: un tertium genus accanto all'Equity ed al Lending crowdfunding*, in *dirittobancario.it*, aprile 2019.

S. AMBROSINI, *L'adeguatezza degli assetti organizzativi, amministrativi e contabili e il rapporto con le misure di allerta nel quadro normativo riformato*, in *www.ilcaso.it*, 15 ottobre 2019.

L. AMMANNATI, *Verso un diritto delle piattaforme digitali?*, in *Federalismi*, 2019, 7, 1.

C. ANGELICI, *Rapporti sociali e regole di correttezza*, in *Giurisprudenza commerciale*, 1992, 6, I, 1013.

C. ANGELICI, *La tutela delle minoranze*, in *Società*, 1999, 7, 786.

C. ANGELICI, *La riforma delle società di capitali*, 2° ed., Padova, 2006.

C. ANGELICI, *Le «minoranze» nel decreto n. 58/1998: «tutela» e «poteri»*, in *Rivista del diritto commerciale*, 1993, 3-6, 207; e in C. ANGELICI, *Attività e organizzazione. Studi di diritto delle società*, Torino, 2007, 123.

C. ANGELICI, *Soci e minoranze nelle società non quotate*, in C. ANGELICI, *Attività e organizzazione. Studi di diritto delle società*, Torino, 2007, 143.

C. ANGELICI, *Fra "mercato" e "società": a proposito di venture capital e drag-along*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2011, 1, 23.

C. ANGELICI, *La società per azioni. Principi e problemi*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, già diretto da A. CICU, F. MESSINEO, L. MENGONI, e continuato da P. SCHLESINGER, vol. I, Milano, 2012.

C. ANGELICI, *Sulle lacune nel diritto delle società*, in *Società*, 2015, 11, 1251.

C. ANGELICI, *Profili dell'impresa nel diritto delle società*, in *Rivista delle società*, 2015, 2/3, 237.

C. ANGELICI, *L'abuso del diritto nel diritto commerciale*, in *Rivista del diritto commerciale*, 2017, 3, 365.

C. ANGELICI, *In tema di metodo nel diritto commerciale*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, 2019, 2, 389.

C. ANGELICI, *A proposito di "interessi primordiali" dei soci e "gestione esclusiva" degli amministratori*, in M. IRRERA (a cura di), *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della Crisi. Studi in onore di Oreste Cagnasso*, Torino, 2020, 445.

F. ANNUNZIATA, *"Nuovi mercati" e ruolo delle società di gestione*, in *Nuove leggi civili commentate*, 2018, 5, 1236.

F. ANNUNZIATA, *Il recepimento di MiFID II: uno sguardo di insieme tra continuità e discontinuità*, in *Rivista delle società*, 2018, 4, 1100.

F. ANNUNZIATA, *Speak, if you can: what are you? An alternative approach to the qualification of tokens and initial coin offerings*, Bocconi research paper n. 2636561, febbraio 2019.

F. ANNUNZIATA, *Le Società di Investimento Semplice (SIS): un nuovo veicolo a supporto di PMI e start-up*, in *dirittobancario.it*, aprile 2019.

F. ANNUNZIATA, *AIM Italia e disciplina degli emittenti, 10 anni dopo*, in *Rivista delle società*, 2020, 1, 242.

F. ANNUNZIATA, *"The Best of All Possible Worlds"? The Access of SMEs to Trading Venues: Freedom, Conditioning and Gold-plating*, European Banking Institute Working Paper Series, 2021, n. 96, Bocconi Legal Studies Research Paper, 2021, n. 3865182.

F. ANNUNZIATA, *Definizioni e nozioni di base. Servizi di investimento e gestione collettiva del risparmio*, in M. VENTORUZZO (a cura di), *Diritto delle società quotate e dei mercati finanziari*, Torino, 2023, 47.

F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato dei capitali*, Torino, 2023.

F. ANNUNZIATA, A. GIOMBINI, *La disciplina del voto plurimo introdotta dal Decreto Competitività. Pegno, usufrutto e sequestro di azioni (a voto plurimo)*, in *www.dirittobancario.it*, 2014.

C.L. APPIO, *Emissione di cambiali finanziarie e accesso delle piccole e medie imprese al mercato dei capitali*, Bari, 2013.

M. ARATO, *Il controllo individuale dei soci e il controllo legale dei conti nella s.r.l.*, in *Società*, 2004, 10, 1195.

J. ARMOUR, L. ENRIQUES, *The Promise and Perils of Crowdfunding: Between Corporate Finance and Consumer Contracts*, in *The Modern Law Review*, 2018, vol. 81, 1, 51, reperibile in *www.ssrn.com*, dal quale si cita.

A. ARORA, A. FOSFURI, T, RØNDE, *Waiting for the Payday? The Market for Startups and the Timing of Entrepreneurial Exit*, in *Management Science*, 2020, vol. 67, issue 3, 1453.

T. ASCARELLI, *Le società a responsabilità limitata e la loro introduzione in Italia*, in *Rivista di diritto commerciale*, 1924, 7-8, I, 419.

T. ASCARELLI, *Problemi preliminari nella riforma delle società anonime*, in *Foro italiano*, 1936, IV, col. 19.

N. ATLANTE, M. MALTONI, A. RUOTOLO, *Il nuovo art. 2475 c.c. Prima lettura*. Studio n. 58-2019/I del Consiglio Nazionale del Notariato, reperibile in *www.notariato.it*.

C. AVOLIO, *Dalla genesi alla liquidazione degli Eltif*, Milano, 2023.

N. BACCETTI, *Metodo tipologico e sottocapitalizzazione nominale nelle società per azioni indipendenti*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2016, 6, I, 855.

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, 5, 689.

G. BALP, *P2P lending e invoice trading*, in M. CIAN, C. SANDEI (a cura di), *Diritto del fintech*, Milano, 2020, 303.

G. BARALIS, *La nuova società a responsabilità limitata: «hic manebimus optime». Spunti di riflessione sul problema delle lacune di disciplina*, in *Rivista del notariato*, 2004, 5, I, 1099.

C. BARBAGALLO, *Crisi e regolamentazione finanziaria: cambiamenti e prospettive*, in *Banca impresa società*, 2019, 2, 319.

E. BARCELLONA, *Rischio e potere nel diritto societario riformato, fra golden quota di s.r.l. e strumenti finanziari di s.p.a.*, Torino, 2012.

E. BARCELLONA, *La "gestione collettiva del risparmio" a seguito della direttiva GEFIA*, 2018, Milano.

E. BARCELLONA, *«Control enhancing mechanisms» e «governance» della società a responsabilità limitata: quali limiti all'autonomia privata?*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, 2019, 1, 61, e in M. IRRERA (a cura di), *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della Crisi. Studi in onore di Oreste Cagnasso*, Torino, 2020, 472.

E. BARCELLONA, *La sustainable corporate governance nelle proposte di riforma del diritto europeo: a proposito dei limiti strutturali del c.d. stakeholderism*, in *Rivista delle società*, 2022, 1, 1.

A. BARTALENA, *Le azioni di responsabilità nel codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza*, in *Fallimento*, 2019, 3, 298.

S. BALSAMO TAGNANI, G. VOLPI, *Gli effetti delle misure di sostegno finanziario alle micro e PMI colpite dall'epidemia di Covid-19 sulla qualità del credito*, in *Assicurazioni*, 2020, 3, 407.

P. BELLEFLAMME, T. LAMBERT, A. SCHWIENBACHER, *Network effects in crowdfunding*, reperibile in *www.ssrn.com*, gennaio 2018.

F. BELTRAME, G. SOLDI, G. ZORZI, *Merito creditizio e finanza d'impresa*, Milano, 2023.

P. BENAZZO, *L'organizzazione della nuova s.r.l. fra modelli legali e modelli statutari*, in *Società*, 2003, 9, 1062.

P. BENAZZO, *I controlli nelle società a responsabilità limitata: singolarità del tipo od omogeneità della funzione?*, in *Rivista delle società*, 2010, 1, 18.

P. BENAZZO, *I controlli interni nella s.r.l. dal 1942 al 2012*, in *Rivista di diritto societario*, 2013, 1, I, 23.

P. BENAZZO, *La s.r.l. start-up innovativa*, in *Nuove leggi civili commentate*, 2014, 1, 101.

P. BENAZZO, *Start-up e PMI innovative*, in *Digesto delle discipline privatistiche. Sezione commerciale*, Aggiornamento 2017, 467.

P. BENAZZO, *Categorie di quote, diritti di voto e governance della "nuovissima" s.r.l.: quale ruolo e quale spazio per la disciplina azionaria nella s.r.l.-PMI aperta?*, in *Rivista delle società*, 2018, 5, 1441.

P. BENAZZO, *Il controllo nelle società di capitali tra diritto 'comune' e codice della crisi d'impresa*, in *Rivista delle società*, 2020, 5-6, 1551.

B. BERTARINI, *Misure di sostegno a favore delle micro, piccole e medie imprese nel contesto della pandemia covid-19*, in *Rivista giuridica dell'ambiente*, 2020, 4, 1.

A. BERTOLOTTI, *Il diritto di controllo dei soci di s.r.l. estranei all'amministrazione*, in *Giurisprudenza italiana*, 2015, 10, 2145.

R. BERTUCCIOLI, *Le modalità di rappresentazione contabile del bilancio*, in V. DONATIVI (diretto da), *Trattato delle società*, Tomo III, Torino, 2022, 1699.

E. M. BIGNAMI, *La governance delle pmi*, in *Rivista dei dottori commercialisti*, 2018, 4, 715.

A. BLANDINI, *Categorie di quote, categorie di soci*, Milano, 2009.

L. BLINI, F. MASTROPIETRO, *Il ruolo delle banche come partner commerciale e non solo finanziario delle PMI*, in *Minerva bancaria*, 2021, 6, 131.

N. BOBBIO, *Teoria generale del diritto*, Torino, 1993.

M. BOFONDI, *Il lending-based crowdfunding: opportunità e rischi*, BANCA D'ITALIA – *Questioni di economia e finanza*, n. 375, marzo 2017.

D. BOGGIALI, A. RUOTOLO, *Dalla società a responsabilità limitata "alle" società a responsabilità limitata*, in *Biblioteca della fondazione italiana del notariato*, 2020, 1, 1.

L. BOGGIO, *Libertà di stabilimento delle società*, in P. MONTALENTI (a cura di), *Profili di diritto societario europeo*, Torino, 2023, 28.

A. BOLLETTINARI, *Operazioni sulle proprie partecipazioni*, in O. CAGNASSO, A. MAMBRIANI (diretto da), *Start up e P.M.I. innovative*, Bologna, 2020, 443.

A. BOLLETTINARI, E. FREGONARA, *Il crowdfunding*, in O. CAGNASSO, A. MAMBRIANI (diretto da), *Start up e P.M.I. innovative*, Bologna, 2020, 861.

E. BONACCORSI DI PATTI, V. NIGRO, *La struttura finanziaria delle nuove imprese, nel periodo pre- e post-crisi*, BANCA D'ITALIA – *Questioni di economia e finanza*, n. 449, 20 luglio 2018.

F. BONCRISTIANO, *Autorità private e mercati finanziari: il caso dei portali di equity crowdfunding*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2019, 1, 103.

L. BOTTI, *Equity crowdfunding, patti di covendita e trascinamento*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2022, 2, I, 254.

A.M. BRACCI, F. BUGLIONI, *Il ruolo delle banche nell'equity crowdfunding*, in *MK*, 2015, 1, 2.

R.A. BREALEY, S.C. MYERS, F. ALLEN, S. SANDRI, *Principi di finanza aziendale*, New York, 2020, 476.

F. BRIOLINI, L. CAROTA, M. GAMBINI, *Il contratto di rete: un nuovo strumento di sviluppo per le imprese*, Napoli, 2013.

F. BRIOLINI, *Note in tema di «specifiche competenze» degli amministratori della s.r.l.*, in *Rivista delle società*, 2021, 5-6, 1171.

F. BRIOLINI, *Le vicende delle quote*, in G. SANTONI, F. BRIOLINI, G.M. BUTA, F. ACCETTELLA, *Le società a responsabilità limitata*, Torino, 2022, 109.

F. BRIOLINI, *Le responsabilità per l'amministrazione*, in G. SANTONI, F. BRIOLINI, G.M. BUTA, F. ACCETTELLA, *Le società a responsabilità limitata*, Torino, 2022, 219.

F. BRIOLINI, *Il recesso e l'esclusione*, in G. SANTONI, F. BRIOLINI, G.M. BUTA, F. ACCETTELLA, *Le società a responsabilità limitata*, Torino, 2022, 317.

P. BRIGHI, F. FANTI, S. SEVERINI, *Misure di sostegno e tensione finanziaria nelle PMI: il caso italiano*, in *Bancaria*, 2022, 2, 32.

F. BRIZZI, *Doveri degli amministratori e tutela dei creditori nel diritto societario della crisi*, Torino, 2015.

F. BRIZZI, *S.r.l. PMI e offerta al pubblico di quote di partecipazione*, Torino, 2022.

F. BRIZZI, *Offerta al pubblico e circolazione delle quote di s.r.l. in seguito alla novella dell'art. 100-ter T.U.F.: prime riflessioni*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, 2023, 3, 894.

V. BUONOCORE, *L'ostruzionismo degli azionisti nelle assemblee delle società per azioni*, in *Rivista delle società*, 1970, 2, 294.

V. BUONOCORE, *Adeguatezza, precauzione, gestione, responsabilità: chiose sull'art. 2381, commi terzo e quinto, del codice civile*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2006, 1, 5.

A. BUSANI, *S.r.l. Il nuovo ordinamento dopo il d. lgs. 6/2003*, Milano, 2003.

D. BUSCH, *The future of Capital Markets Union after Brexit*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, 2018, 2, 37.

D. BUSCH, *Capital Markets Union*, in F. FABBRINI, M. VENTORUZZO (a cura di), *Research Handbook on EU Economic Law*, 2019, 434.

D. BUSCH, *The future of EU financial law*, in *Capital Markets Law Journal*, 2022, Vol. 17, 1, 52.

A. BUSI, *Le modifiche statutarie per la gestione del crowdfunding nelle srl PMI*, in *Società e contratti, bilancio e revisione*, 2018, 2, 9.

M. BUSSOLETTI, *I diritti di controllo e di azione del socio di s.r.l.*, in *Rivista del diritto commerciale*, 2021, 1, 21.

G.M. BUTA, *I diritti di controllo del socio di s.r.l.*, in P. ABBADESSA, G.B. PORTALE (diretto da), *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, vol. 3, Torino, 2007, 585.

G.M. BUTA, *I controlli*, in G. SANTONI, F. BRIOLINI, G.M. BUTA, F. ACCETTELLA, *Le società a responsabilità limitata*, Torino, 2022, 243.

G.M. BUTA, *Le competenze dei soci e la formazione delle decisioni sociali*, in G. SANTONI, F. BRIOLINI, G.M. BUTA, F. ACCETTELLA, *Le società a responsabilità limitata*, Torino, 2022, 141.

P. BUTTURINI, *Rilevanza centrale del socio e autonomia statutaria nella s.r.l.*, in *Rivista di diritto societario*, 2011, 4, III, 924.

P. BUTTURINI, *Diritto di informazione del socio e interessi pubblici nella s.r.l. e nelle Limited Liability Companies statunitensi*, in *Rivista di diritto societario*, 2012, 1, 44.

P. BUTTURINI, *I diritti del socio di s.r.l. e l'autonomia statutaria*, Milano, 2017.

P. BUTTURINI, *I diritti particolari dei soci: profili generali*, in E. PEDERZINI, R. GUIDOTTI (a cura di), *La governance delle società a responsabilità limitata*, 2° ed., Milano, 2022, 83.

O. BUTZBACH, G. CINQUEGRANA, C. DONATI, D. SARNO, *Regional Financial Sector and Capital Structure Decisions in a Dualistic Economy*, in *L'industria*, 2020, 2, 325.

F. CADORIN, *Il divieto di patto leonino dopo il Codice della crisi, tra incentivi alla corretta gestione imprenditoriale e tutela del contraente debole*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2022, 1, I, 124.

V. CALANDRA BUONAURA, *L'amministrazione delle società per azioni nel sistema tradizionale*, in *Trattato di diritto commerciale*, fondato da V. BUONOCORE e diretto da R. COSTI, Torino, 2019.

V. CALANDRA BUONAURA, *Commentario breve al testo unico della finanza*, Milano, 2020.

L. CANOVI, A.G. GRASSO, V. VENTURELLI, *Il fabbisogno di capitale di rischio delle PMI innovative in Italia*, in *Banca impresa società*, 2007, 2, 309.

S. CAPECCHI, *Gli effetti della pandemia sul credito a famiglie e imprese*, in *Minerva bancaria*, 2021, 1-2, 145.

I. CAPELLI, *L'equity based crowdfunding e i diritti del socio*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, 2014, 1, 1.

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, 2, 537.

I. CAPELLI, *Il controllo individuale del socio di s.r.l. Il modello legale*, Milano, 2017.

I. CAPELLI, *Il controllo dei soci*, in V. DONATIVI (diretto da), *Trattato delle società*, Tomo III, Torino, 2022, 591.

G. CAPUANO, *Lo "Small Business Act": una nuova politica per le micro e piccole imprese*, in *Rivista economica del Mezzogiorno*, 2010, 4, 955.

G. CAPUANO, *Lo Small Business Act e l'utilizzo del contratto di rete per uscire dalla crisi*, in *Economia e diritto del terziario*, 2014, 1, 29.

O. CAGNASSO, *Dalla società per azioni alla società a responsabilità limitata: vicende storiche e prospettive di riforma*, in *Rivista delle società*, 1971, 516.

O. CAGNASSO, *Recesso ed esclusione del socio: interessi in gioco e "costi" degli strumenti di tutela*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2003, 2, 357.

O. CAGNASSO, *La società a responsabilità limitata*, in G. COTTINO (diretto da), *Trattato di diritto commerciale*, vol. V, Padova, 2007.

O. CAGNASSO, *Denunzia al Tribunale e s.r.l.: la convivenza è ancora possibile, anzi auspicabile***,** in *Giurisprudenza italiana*, 2010, 7, 1627.

O. CAGNASSO, *La s.r.l.: un tipo societario "senza qualità"?*, in *Nuovo diritto delle società*, 2013, 5, 7.

O. CAGNASSO, *Note in tema di start-up innovative, riduzione del capitale e stato di crisi (dalla "nuova" alla "nuovissima" Srl)*, in *Il nuovo diritto delle società*, 2014, 5, 1.

O. CAGNASSO, *Note in tema di s.r.l. start up innovative: un nuovo tipo societario a durata limitata?*, in V. DI CATALDO, V. MELI, R. PENNISI (a cura di), *Impresa e mercato. Studi dedicati a Mario Libertini*, Milano, 2015, 79.

O. CAGNASSO, *La s.r.l.: amministrazione e controllo tra società per azioni e società personali*, in P. MONTALENTI (a cura di), *I modelli di impresa societaria fra tradizione e innovazione nel contesto europeo*, Milano, 2016, 55.

O. CAGNASSO, *Imprese innovative e nuove fonti di finanziamento – Start up e p.m.i. innovative: inquadramento*, in *Giurisprudenza italiana*, 2016, 10, 2285.

O. CAGNASSO, *Tipi societari, categorie, "varianti" e la rilevanza delle dimensioni dell'impresa. Il "caso" del bilancio in forma abbreviata*, in *Giurisprudenza italiana*, 2016, 11, 2527.

O. CAGNASSO, *Il diritto societario della crisi fra passato e futuro*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2017, 1, I, 33.

O. CAGNASSO, *Gli assetti adeguati nelle società a responsabilità limitata*, in *Nuovo diritto delle società*, 2017, 2, 11.

O. CAGNASSO, *La "lunga marcia" di avvicinamento delle partecipazioni di s.r.l. alle azioni*, in *Giurisprudenza italiana*, 2017, 11, 2425.

O. CAGNASSO, *Diritto societario e mercati finanziari*, in *Nuovo diritto delle società*, 2018, 5, 849.

O. CAGNASSO, *Profili organizzativi e disciplina applicabile alle s.r.l. P.M.I.*, in *Nuovo diritto delle società*, 2018, 11, 1517.

O. CAGNASSO, *The role of Financial Markets and how they can influence Corporate law*, in *Nuovo diritto delle società*, 2018, 12, 1735.

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 P.M.I.*, relazione al IX Convegno nazionale dell'associazione Orizzonti del Diritto commerciale, Roma, 23-24 febbraio 2018, reperibile in *www.orizzontideldirittocommerciale.it*; e in *Nuovo diritto delle società*, 2018, 6, 915; e in *Nuovo diritto delle società*, 2019, 8, 1347.

O. CAGNASSO, *Portale on line e raccolta di capitali di rischio*, in *Nuovo diritto delle società*, 2019, 2, 145.

O. CAGNASSO, *La posizione dei soci di s.r.l.: in particolare del socio gestore e di quello finanziatore*, in *Nuovo diritto delle società*, 2019, 6, 837.

O. CAGNASSO, *La s.r.l.: un tipo societario "senza qualità"?*, in *Nuovo diritto delle società*, 2019, 8, 1249.

O. CAGNASSO, *Il quotista di s.r.l. aperta*, in *Nuovo diritto delle società*, 2019, 10, 1481.

O. CAGNASSO, *La s.r.l. piccola e media impresa (P.M.I.)*, in C. IBBA, G. MARASÀ (a cura di), *Le società a responsabilità limitata*, I, Milano, 2020, 87.

O. CAGNASSO, *La s.r.l. "aperta"*, in O. CAGNASSO, A. MAMBRIANI (diretto da), *Start up e P.M.I. innovative*, Bologna, 2020, 227.

O. CAGNASSO, *Clausola di mero gradimento e diritto di recesso nella disciplina della S.r.l.* (nota a Trib. Milano, Sez. Spec. Impr., 30.12.2019), in *Giurisprudenza italiana*, 2020, 4, 877.

O. CAGNASSO, *S.r.l. aperta*, in *Nuove leggi civili commentate*, 2020, 5, 1208.

O. CAGNASSO, *Il binomio società aperte medio grande impresa*, in *Nuovo diritto delle società*, 2021, 1, 53.

O. CAGNASSO, *L'obbligo di attivazione in caso di crisi o perdita della continuità aziendale*, in C. COSTA, A. MIRONE, R. PENNISI, P.M. SANFILIPPO, R. VIGO (a cura di), *Studi di diritto commerciale per Vincenzo Di Cataldo*, Torino, 2021, vol. II, tomo I, 95.

O. CAGNASSO, *La società a responsabilità limitata "aperta"*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2021, 8-9, 2028.

O. CAGNASSO, S. LUONI, *Le decisioni dei soci nelle S.r.l. (I parte)*, in *Giurisprudenza italiana*, 2021, 12, 2795.

O. CAGNASSO, S. LUONI, *Le decisioni dei soci nelle S.r.l. (II parte)*, in *Giurisprudenza italiana*, 2022, 1, 228.

A. CALONI, *Deposito di criptoattività presso una piattaforma exchange: disciplina e attività riservate*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2020, I, 1073.

L. CALVOSA, *Gestione dell'impresa e della società alla luce dei nuovi artt. 2086 e 2475 c.c.*, in *Società*, 2019, 7, 799.

M. CAMPOBASSO, *Finanziamento del socio*, in *Banca borsa titoli di credito*, 2008, 4, I, 441.

G.F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale. Diritto dell'impresa*, 7° ed., a cura di M. Campobasso, Milano, 2013.

M. CAMPOBASSO, *La tutela delle minoranze tra società aperte e società chiuse*, in F. BARACHINI (a cura di), *La tutela del socio e delle minoranze*, Milano, 2018, 131.

M. CAMPOBASSO, *Il futuro delle società di capitali*, in *Banca borsa titoli di credito*, 2019, 1, I, 138.

M. CAMPOBASSO, *I titoli di debito*, in C. IBBA, G. MARASÀ (a cura di), *Le società a responsabilità limitata*, vol. II, Milano, 2020, 1275.

M. CAMPOBASSO, *La società a responsabilità limitata. Un modello "senza qualità"?*, in M. IRRERA (a cura di), *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della Crisi. Studi in onore di Oreste Cagnasso*, Torino, 2020, 19.

F. CAPRIGLIONE, *Crisi a confronto (1929 e 2008). Il caso italiano*, Padova, 2009.

F. CAPRIGLIONE, G. SEMERARO, *Crisi finanziaria e dei debiti sovrani*, Milano, 2012.

F. CAPRIGLIONE, A. TROISI, *L'ordinamento finanziario dell'UE dopo la crisi*, Milano, 2014.

F. CAPRIGLIONE, *Regolazione europea post-crisi e prospettive di ricerca del diritto dell'economia: il difficile equilibrio tra politica e finanza*, in *Rivista trimestrale di diritto e procedura civile*, 2016, 2, 537.

F. CAPRIGLIONE, A. SACCO GINEVRI, *Metamorfosi della governance bancaria*, Milano, 2019.

F. CAPRIGLIONE, *Brevi note sul crowdfunding*, in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, 2023, 2, I, 118.

M. CARATELLI, U. FILOTTO, L. GIBILARO, G. MATTAROCCI, *Il mercato del peer-to-peer lending nel mondo e le prospettive per l'Italia*, in *Bancaria*, 2016, 3, 67.

M. CARATOZZOLO, *Art. 2435-bis*, in F. D'ALESSANDRO (diretto da), *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, vol. II, tomo II, Padova, 2010, 759.

S. CARBONE, F. FIAMMA, T. MARCELLI, V. MIRRA, D. ZAOTTINI, *La qualità della regolazione nell'esperienza Consob. Dalla misurazione degli oneri amministrativi al ciclo della valutazione. Il caso dell'equity crowdfunding*, CONSOB – *Discussion papers*, n. 6, aprile 2016.

G. CARRARO, *Abuso e frode nel diritto societario*, Milano, 2021.

G. CARRARO, *Sull'essenza del voto nella prospettiva dell'abuso*, in *Rivista delle società*, 2023, 1, 81.

P. CARRIÈRE, N. DE LUCA, M. DE MARI, G. GASPARRI, T.N. POLI, *Tokenizzazione di azioni e azioni tokens*, CONSOB – *Quaderni giuridici*, n. 25, gennaio 2023.

A. CARRATTA, *Art. 2378*, S. CHIARLONI (a cura di), *Il nuovo processo societario*, Commentario, Bologna, 2004, 1133.

S. CASSESE (a cura di), *La nuova Costituzione economica*, Bari-Roma, 2021.

M. CASSOTTANA, *Le influenze dell'ordinamento comunitario sulla riforma italiana*, in V. AFFRENI, L. DE ANGELIS (a cura di), *"Progetto Mirone" e modelli organizzativi per la piccola e media impresa*, Milano, 2001, 47.

G. CAVALLI, *Il controllo legale dei conti nelle società a responsabilità limitata*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2003, 6, I, 710.

M. CAVANNA, *I "diritti particolari" a contenuto gestorio dei soci non amministratori di società di persone: per una rilettura transtipica di talune norme in tema di s.r.l.*, in M. IRRERA (a cura di), *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della Crisi. Studi in onore di Oreste Cagnasso*, Torino, 2020, 200.

A. CECCHETTO, *La valutazione delle PMI dopo l'introduzione dei PIV: spunti di riflessione*, in *Rivista dei dottori commercialisti*, 2019, 1, 11.

A. CELOTTO, *Fonti del diritto e antinomie*, Torino, 2011.

C. CENGIA, *Categoria di quote a voto limitato in Srl-PMI: per i notai del Triveneto no a limiti quantitativi*, in *Quotidiano giuridico*, 10 dicembre 2018.

M.C. CENGIA, M.P. MURDOLO, *La finanza alternativa per le PMI S.R.L.*, Milano, 2020.

M. CERA, G. PRESTI, *Il testo unico finanziario: ieri, oggi, domani*, in M. CERA, G. PRESTI (diretto da), *Il testo unico finanziario*, vol. 1, Bologna, 2020, 1.

A. CERRAI, A. MAZZONI, *La tutela del socio e delle minoranze*, in *Rivista delle società*, 1993, 1, 1.

S.A. CERRATO, *Il contratto di rete*, in P. MONTALENTI (a cura di), *I modelli di impresa societaria fra tradizione e innovazione nel contesto europeo*, Milano, 2016, 111.

S.A. CERRATO, *La parabola di start up e PMI dalla s.r.l. alla s.p.a.*, in M. IRRERA (a cura di), *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della Crisi. Studi in onore di Oreste Cagnasso*, Torino, 2020, 39.

F. CESARINI, G. GOBBI, *Il finanziamento delle imprese italiane: dal credito bancario al mercato*, in E. GINEVRA (a cura di), *Efficienza del mercato e nuova intermediazione*, Torino, 2019, 14.

A. CETRA, *Le s.r.l.-P.M.I.: disciplina legale e autonomia statutaria*, in *Banca borsa titoli di credito*, 2020, 6, 815.

O.O. CHEREDNYCHENKO, *The proposal for a new EU Consumer Credit Directive: towards responsible lending in the digital age?*, in *Law and financial markets review*, 2021, vol. 15, 3-4, 183.

A. CHIANTIA, *L'ostruzionismo nell'assemblea delle società per azioni*, Milano, 2000.

A. CHILOIRO, *L'informazione societaria e la varietà di tipologie di azionisti*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2013, 1, 181.

M. CHIERICI, *La digitalizzazione del diritto societario tramite la costituzione di società online e la risoluzione delle nuove criticità letterali nel "tipo"*, in *Nuove leggi civili commentate*, 2022, 3, 559.

M. CIAN, voce *Dematerializzazione*, in *Enciclopedia del diritto*, Annali II-2, Milano, 2008, 313.

M. CIAN, *Le start-up innovative a responsabilità limitata: partecipazioni, altri rapporti partecipativi e nuovi confini del tipo*, in *Nuove leggi civili commentate*, 2014, 6, 1178.

M. CIAN, *Società start-up innovative e PMI innovative*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2015, 6, I, 969.

M. CIAN, *art. 93-novies-83-decies*, in P. ABBADESSA, G. PORTALE (diretto da), *Le società per azioni*, Milano, 2016, 3778.

M. CIAN, *S.r.l. PMI, s.r.l., s.p.a.: schemi argomentativi per una ricostruzione del sistema*, in *Rivista delle società*, 2018, 4, 818.

M. CIAN, *La criptovaluta – alle radici dell'idea giuridica di denaro attraverso la tecnologia: spunti preliminari*, in *Banca borsa titoli di credito*, 2019, 3, 315.

M. CIAN, *Le sedi di negoziazione diverse dai mercati regolamentati*, in *Studium iuris*, 2019, 4, 450.

M. CIAN, *Dalla S.r.l. a base personalistica alle quote "finanziarie" e alla destinazione ai mercati: tante S.r.l.?*, in *Studium iuris*, 2019, 12, 1421, e in M. IRRERA (a cura di), *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della Crisi. Studi in onore di Oreste Cagnasso*, Torino, 2020, 28.

M. CIAN, *L'intestazione intermediata delle quote di s.r.l. PMI: rapporto societario, regime della circolazione*, in *Nuove leggi civili commentate*, 2018, 5, 1260.

M. CIAN, *Le decisioni dei soci: competenze decisorie e decisioni assembleari*, in C. IBBA, G. MARASÀ (a cura di), *Le società a responsabilità limitata*, vol. II, Milano, 2020, 1325.

M. CIAN, *I sistemi multilaterali e i mercati "semiregolamentati"*, in M. CERA, G. PRESTI (diretto da), *Il testo unico finanziario*, vol. 2, Bologna, 2020, 1126.

M. CIAN, *La s.r.l.: la struttura organizzativa*, in M. CIAN (a cura di) *Diritto commerciale*, Vol. III, *Diritto delle società*, Torino, 2020, 733.

M. CIAN, *Il tipo s.r.l.?*, in *Nuove leggi civili commentate*, 2021, 2, 293.

M. CIAN, *"Unitarietà" e "disgregabilità" della partecipazione di s.r.l. nelle vicende organizzative*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2021, 3, I, 396.

M. CIAN, *Srl, Srl semplificata, Srl a capitale ridotto. Una nuova geometria del sistema o un sistema disarticolato?*, in *Rivista delle società*, 2012, 6, 1101.

N. CIOCCA, *I portali per il crowdfunding*, in M. CIAN, C. SANDEI (a cura di), *Diritto del fintech*, Milano, 2020, 243.

N. CIOCCA, G. MARASÀ, *Il trasferimento delle partecipazioni*, in C. IBBA, G. MARASÀ (a cura di), *Le società a responsabilità limitata*, vol. I, Milano, 2020, 587.

N. CIOCCA, A. GUACCERO, *La raccolta di capitale di rischio delle P.M.I. attraverso i canali tradizionali*, in O. CAGNASSO, A. MAMBRIANI (diretto da), *Start up e P.M.I. innovative*, Bologna, 2020, 843.

C. CIVARDI, A. MORO, J. WINBORG, *"All that glitters is not gold!": The (Unexplored) Determinants of Equity Crowdfunding*, in *Small Business Economics*, 2023, 11 August.

E. CODAZZI, *Il controllo dei soci di s.r.l.: considerazioni sulla derogabilità dell'art. 2476, 2° comma*, in 2006, 4, II, 682.

A. COLLI, *Capitalismo famigliare*, Bologna, 2007.

G. COLOMBO, *Deliberazione assembleare e diritto alla tempestiva e preventiva informazione del socio di S.r.l. sugli argomenti da trattare* (nota a Cass. civ., sez. I, 16.09.2019, n. 22987), in *Società*, 2020, 6, 670.

D. COLONNELLO, E.R. IANNACCONE, G. MOLLO, M. ONZA, *Piccole e medie imprese e finanziamento del progetto imprenditoriale: una ricerca per un nuovo tipo di emittente*, CONSOB – *Quaderni giuridici*, n. 24, giugno 2022.

M. COLUZZI, F. RAFFAELE, *"Dimmi quando te ne vai e ti dirò chi sei": il recesso nelle s.r.l. tra autonomia del "tipo" e divieto di applicazione analogica della disciplina delle s.p.a.*, in *Rivista di diritto dell'impresa*, 2020, 1, 155.

D. CORAPI, *Il controllo interno delle s.r.l.*, in *Società*, 2003, 12, 1573.

G. CORATO, *L'argomento psicologico (o ricorso alla volontà/intenzione del legislatore concreto)*, in *www.giurisprudenzapenale.it*, 27 aprile 2016.

M. CORBETTA, *Politiche regionali per le piccole e medie imprese durante l'emergenza Covid-19: quali tendenze?*, in *Rivista giuridica del Mezzogiorno*, 2020, 2, 353.

A. CORBÒ, *L' "equity crowdfunding" e la proposta di Regolamento per l'istituzione di un passaporto europeo*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia,* 2020, 1s, 85.

S. CORSO, *S.R.L.-PMI aperte al mercato: scelte statutarie e diritti dei soci investitori*, in *Banca borsa titoli di credito*, 2019, 6, 877.

S. CORSO, *Il regolamento europeo sui fornitori di servizi di crowdfunding: prime considerazioni*, in *Nuove leggi civili commentate*, 2021, 3, 503.

S. CORSO, *Le s.r.l. «aperte» al mercato tra governance societaria e diritti dei soci investitori*, Milano, 2021.

M. COSSU, *Nuovi modelli di Srl nella legislazione italiana recente*, in *Banca borsa titoli di credito*, 2015, 4, I, 448.

M. COSSU, *L'impresa nel prisma del diritto commerciale*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, 2021, 1, 317.

M. COSSU, *Delle scelte di investimento dei Post-Millennials, e del difficile rapporto tra analfabetismo finanziario e finanza sostenibile*, in *Rivista delle società*, 2021, 5-6, 1253.

G. COSTANTINO, A. DE CRISTOFARO, *Il rapporto banca-impresa dopo la pandemia: nuovi trend ed effetti del digitale verso un nuovo paradigma*, in *Bancaria*, 2021, 7-8, 24.

R. COSTI, *Note sul diritto di informazione e di ispezione del socio*, in *Rivista delle società*, 1963, 1, 63.

R. COSTI, *Tutela del risparmio e Costituzione: storia e attualità dell'art. 47*, in *Banca impresa società*, 2018, 3, 393.

R. COSTI, *Il diritto commerciale: confini e "confinanti"*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, 2021, 1, 325.

R. COSTI, L. ENRIQUES, F. VELLA, *Diritto commerciale. Una conversazione*, Bologna, 2019.

E. COTTA RAMUSINO, *Start up innovative e sistema finanziario*, in O. CAGNASSO, A. MAMBRIANI (diretto da), *Start up e P.M.I. innovative*, Bologna, 2020, 995.

G. CUCCHIARATO, *L'equity crowdfunding dopo la Legge di Stabilità 2017*, in *dirittobancario.it*, dicembre 2016.

D. CUMMING, M. MEOLI, S. VISMARA, *Investors' choices between cash and voting rights: evidence from dual-class equity crowdfunding*, in *Research Policy*, 2019, Vol. 48, Issue 8, 1 (reperibile anche in *www.ssrn.com*).

E. CUSA, *Le quote di s.r.l. possono essere valori mobiliari*, in *Rivista delle società*, 2019, 4, 675.

P. CUZZOLA, *Il nuovo Regolamento Europeo sul crowdfunding: alcuni focus e considerazioni sulle scelte del legislatore e sguardo sinottico alla normativa interna*, in *Il diritto dell'economia*, 2022, 1, 165.

B. ÇELEN S. KARIV, *Distinguishing Informational Cascades from Herd Behavior in the Laboratory*, in *American Economic Review*, 2004, vol. 94, 3, 484.

A. DACCÒ, *Il ruolo dei soci nelle decisioni relative alla struttura finanziaria dell'impresa*, in R. SACCHI (a cura di), *Studi in ricordo di Pier Giusto Jaeger*, Milano, 2011, 305.

A. DACCÒ, *La s.r.l. Caratteristiche tipologiche e struttura formale*, in M. CIAN (a cura di) *Diritto commerciale*, III, Torino, 2020, 667.

F. D'ALESSANDRO, *La tutela delle minoranze tra strumenti ripristinatori e strumenti risarcitori*, in *Rivista di diritto civile*, 2003, 6, 707.

F. D'ALESSANDRO, P. SPADA, M. SCIUTO, *Art. 2325-bis*, in F. D'ALESSANDRO (diretto da), *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, vol. II, tomo I, Padova, 2010, 11.

F. D'ALESSANDRO, *"L'inutil precauzione?" (ovvero: dell'insolvenza come esternalità e della funzione profilattica del capitale)*, in *Rivista del diritto commerciale*, 2014, I, 343.

F. D'ALESSANDRO, *«La provincia del diritto societario inderogabile (ri)determinata». Ovvero, esiste ancora il diritto societario?*, in *Rivista delle società*, 2003, 1, 34.

M. D'ARRIGO, *Quote di partecipazione e diritti sociali*, in O. CAGNASSO, A. MAMBRIANI (diretto da), *Start up e P.M.I. innovative*, Bologna, 2020, 347.

L. DE ANGELIS, *La s.r.l. cent'anni dopo: una società "à la carte"*, in *Società*, 2018, 6, 684.

L. DE ANGELIS, *L'influenza della nuova disciplina dell'insolvenza sul diritto dell'impresa e delle società, con particolare riguardo alla s.r.l.*, in M. IRRERA (a cura di), *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della Crisi. Studi in onore di Oreste Cagnasso*, Torino, 2020, 551.

D. DE FILIPPIS, *S.r.l. PMI «aperta» (quote finanziarie, raccolta di capitale, crowdfunding)*, in V. DONATIVI (diretto da), *Trattato delle società*, Tomo III, Torino, 2022, 880.

E. DE FONTENAY, *The deregulation of private capital and the decline of the public company*, in *Hastings law journal*, 2017, 68, 445.

L. DELLA TOMMASINA, *S.r.l. e retorica del tipo: riflessioni sul recesso e sulla tecnica dell'autointegrazione*, in *Rivista di diritto societario*, 2020, 3, I, 719.

N. DE LUCA, *Partecipazione «azionaria» e tipicità delle società di capitali*, in *Rivista di diritto civile*, 2004, 6, II, 867.

N. DE LUCA, *Documentazione crittografica e circolazione della ricchezza*, in *Rivista di diritto civile*, 2020, 1, 130.

N. DE LUCA, *"Crowdfunding" e quote "dematerializzate" di s.r.l.? Prime considerazioni*, in *Nuove leggi civili commentate*, 2016, 1, 1.

N. DE LUCA, *Partecipazione azionaria e forme di circolazione*, in V. DONATIVI (diretto da), *Trattato delle società*, Tomo III, Torino, 2022, 363.

N. DE LUCA, *Divieto di operazioni sulle proprie partecipazioni*, in V. DONATIVI (diretto da), *Trattato delle società*, Tomo III, Torino, 2022, 424.

N. DE LUCA, A. STAGNO D'ALCONTRES, *Le società*, Torino, 2023.

N. DE LUCA, S.L. FURNARI, A. GENTILE, voce *Equity crowdfunding*, in R. SACCO (diretto da), *Digesto delle Discipline Privatistiche*, Sezione Commerciale, VIII Aggiornamento, Torino, 2017, 159.

M. DE MARI, *Equity crowdfunding, PMI non quotate e mercati secondari: una lacuna da colmare?*, in *dirittobancario.it*, febbraio 2019.

M. DE MARI, *Prime ipotesi per una disciplina italiana delle Initial Token Offerings (ITOs): token crowdfunding e sistemi di scambio di crypto-asset*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, 2019, 2, 267.

I. DEMURO, A. MONTANARI, *L'organo di controllo nelle società a responsabilità limitata*, in V. DONATIVI (diretto da), *Trattato delle società*, Tomo III, Torino, 2022, 680.

G. DE NOVA, *Il tipo contrattuale*, Padova, 1974.

F. DENOZZA, *Lo scopo della società tra short-termism e stakeholder empowerment*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, 2021, 1, 29.

F. DENOZZA, *Sostenibilità e corporate governance nel nuovo contesto geopolitico*, in *Rivista delle Società*, 2023, 2-3, 301.

A. DENTAMARO, *Apertura della s.r.l. PMI tra divieto di rappresentazione delle quote ex art. 2468, comma 1, c.c. e tutela dell'investitore*, in M. IRRERA (a cura di), *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della Crisi. Studi in onore di Oreste Cagnasso*, Torino, 2020, 158.

A. DENTAMARO, *Azioni, quote di S.R.L. PMI e loro negoziabilità nel mercato dei capitali e nelle sedi di negoziazione*, in *Giustizia civile*, 2022, 4, 823.

E. DESANA, *PMI innovative, PMI e società a responsabilità limitata: una rivoluzione copernicana?*, in M. IRRERA (a cura di), *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della Crisi. Studi in onore di Oreste Cagnasso*, Torino, 2020, 52.

V. DE STASIO, *Trasferimento della partecipazione nella s.r.l. e conflitto tra acquirenti*, Milano, 2008.

V. DE STASIO, *L'intestazione fiduciaria di quote di s.r.l.*, in *Banca borsa titoli di credito*, 2012, 6, 626.

V. DE STASIO, *Il crowdfunding*, in M. CERA, G. PRESTI (diretto da), *Il testo unico finanziario*, vol. 2, Bologna, 2020, 2325.

V. DE STASIO, G. DELLA CROCE, *Forme, pubblicità ed efficacia del trasferimento. Espropriazione della partecipazione*, in V. DONATIVI (diretto da), *Trattato delle società*, Tomo III, Torino, 2022, 324.

V. DI CATALDO, *Tutela delle minoranze e diritto al disinvestimento*, in F. BARACHINI (a cura di), *La tutela del socio e delle minoranze*, Milano, 2018, 67.

G. DI CHIO, *Appunti su MiFID II e MiFIR: un nuovo contesto di riferimento?*, in *Nuovo diritto delle società*, 2019, 6, 865.

G. DI GIORGIO, P. MURRO, *Le PMI italiane e la sfida della crescita*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2021, 1-2, 3.

T. DI MARCELLO, *Strategia europea sulla finanza sostenibile, informazione societaria e possibili riflessi sulla gestione della società*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2023, 4, I, 607.

M.C. DI MARTINO, *Tipico e transtipico nelle categorie speciali di quote delle s.r.l. p.m.i.*, in *Nuove leggi civili commentate*, 2019, 6, 1485.

F. DI SABATO, *La società a responsabilità limitata come tipo intermedio fra società di persone e società di capitali*, in V. AFFRENI, L. DE ANGELIS (a cura di), *"Progetto Mirone" e modelli organizzativi per la piccola e media impresa*, Milano, 2001, 1.

F. DI SABATO, *Il principio di correttezza nei rapporti societari*, in P. ABBADESSA, G.B. PORTALE (diretto da), *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, vol. 1, Torino, 2007, 13.

F. DI SABATO, *Diritto delle società*, 3° ed. aggiornata da A. BLANDINI, Milano, 2011.

M. DI SARLI, *I bilanci abbreviati: una disciplina "a misura" di s.r.l.*, in M. IRRERA (a cura di), *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della Crisi. Studi in onore di Oreste Cagnasso*, Torino, 2020, 921.

L. DI TUCCI, *L'impresa familiare ed il tipo societario*, in *Il diritto di famiglia e delle persone*, 2016, 1, I, 47.

O. DOMENICHELLI, *Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese*, Torino, 2013.

V. DONATIVI, *I diritti particolari dei soci*, in C. IBBA, G. MARASÀ (a cura di), *Le società a responsabilità limitata*, vol. I, Milano, 2020, 789.

V. DONATIVI, *Strumenti di corporate governance nel rapporto tra fondi di private equity e PMI*, in *Banca borsa titoli di credito*, 2008, 2, I, 205.

A. ENRIA, *Intervista introduttiva al Rapporto annuale della BCE sulle attività di vigilanza 2021*, reperibile in *www.bankingsupervision.europa.eu*.

L. ENRIQUES, *Azione sociale di responsabilità, abuso della minoranza e divieto di voto in capo ai soci amministratori*, in *Giurisprudenza commerciale*, 1994, 1, II, 125.

L. ENRIQUES, S. SCIOLLA, A. VAUDANO, *Il recesso del socio di s.r.l.: una mina vagante nella riforma*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2004, 3 (suppl.), I, 745.

L. ENRIQUES, *La disciplina italiana uccide il crowdfunding nella culla?*, in G.D. MOSCO (a cura di), *Aspetti giuridici del crowdfunding*, Roma, 2013, 72.

M. FABIANI, *L'azione di responsabilità dei creditori sociali e le altre azioni sostitutive*, Milano, 2015.

L. FACCINCANI, *L'impatto della fiscalità societaria sulle decisioni di struttura finanziaria: riflessioni critiche sulla normativa di indeducibilità degli interessi passivi*, in *Rivista dei dottori commercialisti*, 2008, 3, 435.

F. FASANO, *The bank-firm human relationship in the era of globalization and digitalization*, Torino, 2022.

D. FAUCEGLIA, *La moneta privata. Le situazioni giuridiche di appartenenza e i fenomeni contrattuali*, in *Contratto e impresa*, 2020, 3, 1253.

G. FERNANDEZ, *I diritti di controllo del socio nella s.r.l. e l'autonomia privata*, in *Rivista di diritto societario*, 2012, 4, 826.

P. FERONE, *La determinazione del perimetro di valutazione nelle PMI*, in *Nuovo diritto delle società*, 2019, 3, 359.

G. FERRARINI, *I costi dell'informazione societaria per le PMI: mercati alternativi, crowdfunding e mercati privati*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2013, 1, 203.

G. FERRI, *Manuale di diritto commerciale*, 16° ed., a cura di C. Angelici e G.B. Ferri, Milano, 2019.

G. FERRI jr, *Investimento e conferimento*, Milano, 2001.

G. FERRI jr, *Prime considerazioni in tema di società a responsabilità limitata semplificata e di società a responsabilità limitata a capitale ridotto*, in *Rivista del diritto commerciale*, 2013, 2, 135.

P. FERRO-LUZZI, *Lezioni di diritto bancario. Volume I: parte generale*, 3° ed., Torino, 2012.

P. FICO, D. SABATINI, *Le cambiali finanziarie in Italia: nuovo canale di raccolta per le ban che e opportunità per gli investitori professionali*, in *Bancaria*, 2021, 5, 75.

F. FIECCONI, *Il controllo dei soci*, in O. CAGNASSO, A. MAMBRIANI (diretto da), *Start up e P.M.I. innovative*, Bologna, 2020, 529.

C. FIENGO, *L'organo di controllo facoltativo nella s.r.l. alla luce della l. n. 35/2012*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2012, 5, I, 741.

F. FORNASARI, *L'o.p.a. obbligatoria per le società ammesse all'AIM Italia*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2019, 1, I, 63.

S. FORTUNATO, *La libertà di stabilimento delle società in una recente sentenza della Corte di Giustizia: il caso Centros*, in *Diritto dell'Unione Europea*, 2000, 1, 83.

S. FORTUNATO, *I controlli nella riforma delle società*, in *Società*, 2003, 2-*bis*, 303.

S. FORTUNATO, *I principi ispiratori della riforma delle società di capitali*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2003, 6, I, 728.

S. FORTUNATO, *Riflessioni generali*, in G. CIAN (a cura di), *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, Padova, 2004, 267.

S. FORTUNATO, *Battelli del Reno e scorribande vichinghe: un difficile compito per il giurista*, in *Battelli del Reno*, 2013, 3, 1.

S. FORTUNATO, *Codice della crisi e Codice civile: impresa, assetti organizzativi e responsabilità*, in *Rivista delle società*, 2019, 5-6, 952.

S. FORTUNATO, *La società a responsabilità limitata. Lezioni sul modello societario più diffuso*, 2° ed., Torino, 2020.

S. FORTUNATO, *Assetti organizzativi e crisi d´impresa: una sintesi*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, 2021, 2, 549.

S. FORTUNATO, *Atti di organizzazione, principi di correttezza amministrativa e Business Judgment Rule*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2021, 6, II, 1373.

S. FORTUNATO, *Assetti organizzativi dell'impresa nella fisiologia e nella crisi*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2023, 6, I, 901.

B. FRANCONI, *L'ingerenza del socio nella gestione della s.r.l.: alcune riflessioni dopo il Codice della crisi d'impresa*, in *Rivista di diritto societario*, 2021, 3, 443.

M. FRANK, V. GOYAL, *Testing the Pecking Order Theory of Capital Structure*, in *Journal of Financial Economics*, 2003, vol. 67, 217.

E. FREGONARA, *La start-up innovativa*, Milano, 2013.

E. FREGONARA, *L'equity based cowdfunding: un nuovo modello di finanziamento per la start up innovative*, in *Giurisprudenza italiana*, 2016, 10, 2285.

E. FREGONARA, *Il "restyling" del Regolamento Consob in tema di "equity crowdfunding"*, in *Il nuovo diritto delle società*, 2016, 6, 33.

E. FREGONARA, M. CAVANNA, *Il controllo dei soci*, in M. IRRERA (diretto da), *Diritto del governo delle imprese*, 2° ed, Torino, 2020, 397.

E. FREGONARA, M. CAVANNA, *Il collegio sindacale*, in M. IRRERA (diretto da), *Diritto del governo delle imprese*, 2° ed., Torino, 2020, 435.

E. FREGONARA, *Il trasferimento delle partecipazioni*, in O. CAGNASSO, A. MAMBRIANI (diretto da), *Start up e P.M.I. innovative*, Bologna, 2020, 369.

E. FREGONARA, *I titoli di debito*, in O. CAGNASSO, A. MAMBRIANI (diretto da), *Start up e P.M.I. innovative*, Bologna, 2020, 779.

E. FREGONARA, *Le tutele alle start up innovative dopo l'emergenza sanitaria da Covid-19*, in O. CAGNASSO, A. MAMBRIANI (diretto da), *Start up e P.M.I. innovative*, Bologna, 2020, 1045.

E. FREGONARA, *Strumenti finanziari partecipativi, imprese innovative e PMI s.r.l.: questioni aperte*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, 2021, 1, 219.

E. FREGONARA, *La struttura finanziaria delle s.r.l. innovative e il loro finanziamento*, in *Giurisprudenza italiana*, 2021, 8-9, 2012.

E. FREGONARA, *Il controllo del socio di s.r.l.: legittimazione e limiti all'esercizio*, in *Giurisprudenza italiana*, 2022, 11, 2438.

E. FREGONARA, *Le recentissime novità in materia di crowdfunding*, in *Nuovo diritto delle società*, 2023, 3, 481.

C. FRIGENI, *Il diritto di recesso*, in C. IBBA, G. MARASÀ (a cura di), *Le società a responsabilità limitata*, vol. I, Milano, 2020, 1049.

A. FRIGNANI, *Diritto societario europeo. Evoluzione e criticità*, in *Diritto ed economia dell'impresa*, 2017, 1, 68.

L. FRUSCIONE, *Sostenibilità finanziaria e convenienza economica nell'assunzione di partecipazioni societarie da parte di pubbliche amministrazioni e controllo della Corte dei conti*, in *Foro italiano*, 2023, 3, III, 140.

C. FUMAGALLI, *Piccola impresa, indicativo futuro. L'intelligenza del polpastrello*, Milano, 2022.

H. GAFNI, D. MAROM, O. SADE, *Are the Life and Death of an Early Stage Venture Indeed in the Power of the Tongue? Lessons from Online Crowdfunding Pitches*, reperibile in *www.ssrn.com*, 27 febbraio 2017.

F. GALGANO, *Lex Mercatoria*, 5° ed., Bologna, 2010.

F. GALTON, *Vox Populi*, in *Nature*, 1907, 75, 450.

G. GARESIO, *La costituzione e il finanziamento di società innovative alla prova dei fatti*, in *Giurisprudenza italiana*, 2021, 8-9, 2279.

G. GARIONI, *Le iniziative della UE per le Pmi e il portale del Made in Italy*, in *PMI*, 2012, 3, 38.

G. GAROFALO, G. GUARINI, C. CHIACCHIERINI, *Le piccole e medie imprese italiane nella riflessione di Francesco Parrillo e nel contesto dell'economia italiana del III millennio: un percorso di ricerca sul capitalismo italiano con una verifica empirica*, in *Minerva bancaria*, 2020, 1-2, 47.

A. GERVASONI, V. LANFRANCHI, *Il modello di finanziamento delle PMI: sistema bancario, minibond, private equity e venture capital*, in *Quaderni di ricerca sull'artigianato*, 2015, 2, 273.

A. GERVASONI, *Private equity post Covid-19: pubblico e privato, una convivenza da costruire*, in *Bancaria*, 2020, 6, 98.

A. GERVASONI, *Finanza alternativa per l'economia reale*, Milano, 2021.

P. GHIONNI CRIVELLI VISCONTI, *Società a responsabilità limitata a struttura chiusa e intrasferibilità della quota*, Torino, 2011.

P. GHIONNI CRIVELLI VISCONTI, *L'esclusione*, in C. IBBA, G. MARASÀ (a cura di), *Le società a responsabilità limitata*, vol. I, Milano, 2020, 1117.

M.S. GIANNINI, *Diritto pubblico dell'economia*, Bologna, 1977, ediz. 1993.

S. GILOTTA, *Il disinvestimento tramite quotazione: opportunità e limiti*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2021, 1-2, 355.

E. GINEVRA, *Le società di capitali "aperte", tra codice civile e T.u.f.*, in *Banca borsa titoli di credito*, 2022, 6, 868.

D. GIORDANO, *Profili tipologici della nuova s.r.l.*, in *Rivista del diritto commerciale*, 2005, 10-12, I, 1105.

R. GIOVANNINI, M.S. ANGELINI, A, GENNARO, *Strumenti innovativi di finanziamento: i minibond*, in S. DELL'ATTI (a cura di), *Studi in onore di Antonio Dell'Atti*, Milano, 2022, 621.

A. GRAZIANI, *La società a responsabilità limitata*, in *Scritti giuridici in onore di Antonio Scialoja*, Vol. 2, Bologna, 1953, 426.

A. GRAZIANI, *Diritto delle società*, Napoli, 1963.

A. GRAZIANI, G. MINERVINI, U. BELVISO, V. SANTORO, *Manuale di diritto commerciale*, 19 ed., Milano, 2023.

E.F. GREENE, B. MORGAN-DAVIES, *Disintermediation of the US, EU and UK capital and financial markets*, in *Capital Markets Law Journal*, 2023, 1, 1.

C. GRIPPA, *L'attività di revisione contabile nelle PMI: aspetti organizzativi e rilievi critici*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2023, 4, I, 624.

P. GROSSO, *Le categorie di quote nelle società a responsabilità limitata alla luce dell'esperienza delle categorie di azioni*, in M. IRRERA (a cura di), *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della Crisi. Studi in onore di Oreste Cagnasso*, Torino, 2020, 190.

F. GUERRERA, *Le modificazioni dell'atto costitutivo*, in C. IBBA, G. MARASÀ (a cura di) *Le società a responsabilità limitata*, vol. II, Milano, 2020, 1501.

G. GUERRIERI, *Art. 2377*, in A. MAFFEI ALBERTI (a cura di), *Il nuovo diritto delle società*, Padova, 2005, 513.

A. GUACCERO, *La start-up innovativa in forma di società a responsabilità limitata: raccolta del capitale di rischio ed equity crowdfunding*, in *Banca borsa titoli di credito*, 2014, 6, I, 699.

A. GUACCERO, N. CIOCCA, *Servizi e attività di investimento*, in M. CERA, G. PRESTI (diretto da), *Il testo unico finanziario*, vol. 1, Bologna, 2020, 29.

M. GUARINI, *Osservazioni in tema di "ostruzionismo" deliberativo della minoranza*, in L. CARPENTIERI (a cura di), *L'abuso del diritto. Evoluzione del principio e contesto normativo*, Torino, 2018, 207.

R. GUASTINI, *Le fonti del diritto e l'interpretazione*, in G. IUDICA, P. ZATTI (a cura di), *Trattato di diritto privato*, Milano, 1993.

R. GUASTINI, *Defettibilità, lacune assiologiche e interpretazione*, in *Revus*, 2010, 14, 57, reperibile in *https://journals.openedition.org/revus*.

R. GUIDOTTI, *I diritti di controllo del socio nella s.r.l.*, Milano, 2007.

R. GUIDOTTI, *Ancora sui limiti all'esercizio dei diritti di controllo nella s.r.l. e sul (preteso) diritto di ottenere copia dei documenti consultati*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2008, 1, 213.

R. GUIDOTTI, *Sulla derogabilità della norma relativa ai diritti di controllo del socio nella s.r.l.*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2010, 3, I, 422.

R. GUIDOTTI, *La governance delle società nel codice della crisi d'impresa*, in *Ilcaso.it*, 9 marzo 2019.

R. GUIDOTTI, *I diritti di informazione e di consultazione del socio*, in E. PEDERZINI, R. GUIDOTTI (a cura di), *La governance delle società a responsabilità limitata*, 2° ed., Milano, 2022, 411.

R. GUIDOTTI, L. ORCIANI, *Sui diritti di controllo del socio nella s.r.l. aperta*, in *Rivista di diritto societario*, 2022, 3, 497.

S. GUIZZARDI, *L'impresa start up innovativa costituita in forma di s.r.l.*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2016, 4, I, 549.

S. GUIZZARDI, *L'accesso al capitale di rischio delle società innovative a responsabilità limitata*, Milano, 2022.

G. GUIZZI, *Il titolo azionario come strumento di legittimazione. La circolazione delle azioni tra diritto cartolare, diritto comune e diritto del mercato finanziario*, Milano, 2000.

G. GUIZZI, *L'assemblea: ovvero, delle competenze dei soci e del modo di esercitarle nella società a responsabilità limitata riformata (Due esperienze a confronto)*, in *Rivista di diritto societario*, 2007, 3, 27.

G. GUIZZI, *Attualità e prospettive nel sistema della tutela del risparmio*, in *Corriere giuridico*, 2016, 6, 745.

P. HACKER, C. THOMALE, *Crypto-Securities Regulation: ICOs, Token Sales and Cryptocurrencies under EU Financial Law*, in *European Company and Financial Law Review*, 2018, vol. 15, issue 4, 645, reperibile anche in *www.ssrn.com*, dal quale si cita.

L. HORNUF, A. SCHWIENBACHER, *Crowdinvesting: angel investing for the masses?*, in *Handbook of Research on Business Angels*, Cheltenham, 2016, 381, reperibile anche in *www.ssrn.com*, dal quale si cita.

G. IACCARINO, *Attribuzione del diritto di voto non proporzionale alla partecipazione sociale*, in *Società*, 2008, 1, 31.

C. IBBA, *Società tra avvocati e tipi societari*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2003, 5, I, 575.

C. IBBA, *In tema di autonomia statutaria e norme inderogabili*, in M. CIAN (a cura di), *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, Padova, 2004, 143.

C. IBBA, *Società pubbliche e riforma del diritto societario*, in *Rivista delle società*, 2005, 1, 1.

C. IBBA, *Il nuovo diritto societario tra crisi e ripresa (Diritto societario quo vadis?)*, in *Rivista delle società*, 2016, 6, 1026.

C. IBBA, *Leggendo il "Diritto delle società" di Gian Carlo Rivolta. Spunti in tema di centralità del socio e di… mancanza dei soci*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2020, 3, I, 490.

D.M. IBRAHIM, *The (Not So) Puzzling Behavior of Angel Investors*, in *Vanderbilt Law Review*, 2008, Vol. 61, 1405, 2008, reperibile in *www.ssrn.com*.

D.M. IBRAHIM, *Crowdfunding signals*, in *Georgia Law Review*, 2018, vol. 53, 1, 197, reperibile in *www.ssrn.com*.

F. INNOCENTI, *Composizione e nuovi poteri/doveri dell'organo di controllo e del revisore nelle s.r.l., tra vecchi e nuovi interrogativi*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2021, 1, I, 145.

M.G. IOCCA, *La società di investimento semplice (SIS): un nuovo strumento a supporto delle PMI nel decreto crescita*, in *Nuove leggi civili commentate*, 2020, 2, 283.

M. IRRERA, *L'art. 2467 c.c.: limiti di applicazione di una norma transtipica ad una "s.r.l. transtipica"*, in M. IRRERA (a cura di), *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della Crisi. Studi in onore di Oreste Cagnasso*, Torino, 2020, 394.

M. IRRERA, M. SPIOTTA, M. CAVANNA, *Gli obblighi e i doveri*, in M. IRRERA (diretto da), *Diritto del governo delle imprese*, 2° ed, Torino, 2020, 237.

M. IRRERA, *Adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile*, in V. DONATIVI (diretto da), *Trattato delle società*, Tomo III, Torino, 2022, 1549.

P.G. JAEGER, *Considerazioni sulla società a responsabilità limitata nel «progetto mirone» e alcuni suggerimenti per il miglioramento del sistema*, in V. AFFRENI, L. DE ANGELIS (a cura di), *"Progetto Mirone" e modelli organizzativi per la piccola e media impresa*, Milano, 2001, 83

P. KINDLER, *La s.r.l. tedesca (GmbH) a 125 anni dalla sua nascita*, in *Rivista di diritto societario*, 2019, 3, I, 540.

M. KOLBE, S. MANSOURI, P.P. MOMTAZ, *Why do video pitches matter in crowdfunding?*, in *Journal of Economics and Business*, 2022, Vol. 122, September-October, 1.

S. KOURABAS, *Corporate governance implications of equity crowdfunding*, in A. GOODWIN, P.W. LEE, R.T. LANGFORD, *Technology and Corporate Law: How Innovation Shapes Corporate Activity*, 1st ed., Cheltenham, 2021, 227, reperibile in *www.ssrn.com*.

S. KOURABAS, *Shareholder (Dis)Empowerment through Crowd-Sourced Equity Funding*, in *University of New South Wales Law Journal*, 2023, Vol. 46, 1, 143.

C. LAGARDE, *Prefazione al Rapporto annuale della BCE sulle attività di vigilanza 2021*, reperibile in *www.bankingsupervision.europa.eu*.

M. LAMANDINI, *Struttura finanziaria e governo nelle società di capitali*, Bologna, 2001.

M. LAMANDINI, D. RAMOS MUÑOZ, *La disciplina dell'equity crowdfunding nella prospettiva dell'emittente e del diritto societario: verso il sub-tipo emittente digitale?*, in *Rivista di diritto societario*, 2019, 3, I, 594.

M. LAMANDINI, *Dalla crisi del credito alla Capital markets union. Una breve nota introduttiva*, in E. GINEVRA (a cura di), *Efficienza del mercato e nuova intermediazione*, Torino, 2019, 1.

E. LA MARCA, *L'abuso di potere nelle deliberazioni assembleari*, Milano, 2004.

E. LA MARCA, *La mancata approvazione della deliberazione assembleare*, Milano, 2020.

E. LA MARCA, *La società con azioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante: disciplina ancora in cerca di fattispecie*, in *Rivista di diritto dell'impresa*, 2021, 1, 37.

E. LA MARCA, *Rischio e libertà nell'impresa azionaria, tra standardizzazione dei processi decisionali, prevenzione della crisi e annunciato superamento dello scopo di lucro*, in *Rivista delle società*, 2021, 2-3, 508.

E. LA MARCA, *Procedimento*, in V. DONATIVI (diretto da), *Trattato delle società*, Tomo II, Torino, 2022, 1280.

E. LA MARCA, *Il conflitto di interessi e l'abuso di potere*, in V. DONATIVI (diretto da), *Trattato delle società*, Tomo II, Torino, 2022, 1384.

E. LA MARCA, *Sub art. 4*, in P. MARCHETTI, M. VENTORUZZO (a cura di), *Commentario al ddl capitali*, in corso di pubblicazione, 2024, dattiloscritto consultato per la gentilezza dell'Autore.

A. LANDI, *Un decennio di regole finanziarie anticrisi*, in *Banca impresa società*, 2019, 2, 175.

G.P. LA SALA, *Intermediazione, disintermediazione, nuova intermediazione: i problemi regolatori*, in M. CIAN, C. SANDEI (a cura di), *Diritto del fintech*, Milano, 2020, 1.

R.M. LASTRA e G. WOOD, *The Crisis of 2007–09: Nature, Causes, and Reactions*, in *Journal of International Economic Law*, 2010, vol. 13(3), 531.

M. LA TORRE, *Banche e welfare: microcredito, crowdfunding e social impact investments*, in *MK*, 2013, 5, 28.

A. LAUDONIO, *La folla e l'impresa: prima riflessioni sul crowdfunding*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, 2014, 1, 1.

A. LAUDONIO, *Equity-based crowdfunding: la protezione degli investitori nel prisma delle legislazioni europee e latino-americane*, in *Rivista delle società*, 2019, 5-6, 1237.

V. LEMMA, *Banking e shadow banking al tempo del covid-19: riflessioni nella prospettiva del market in crypto-assets (MiCA)*, in *Rivista di diritto bancario*, 2020, 4, I, 851.

R. LENER, *Cosa sta succedendo alle quote di srl?*, in *Quaderni Assosim*, I, n.0/2023, 13.

A.M. LEOZAPPA, *Il "socio risparmiatore" nella società a responsabilità limitata: diritti particolari e decisioni ex art. 2479 c.c.*, in *Rivista del diritto commerciale*, 2006, 1/2/3, I, 281.

X. LI, Y. TANG, N. YANG, R. REN, H. ZHENG, H. ZHOU, *The value of information disclosure and lead investor in equity-based crowdfunding*, in *Nankai Business Review International*, 2016, 3, 301, reperibile in *www.emeraldinsight.com*.

G. LIACE, *L'investitore irrazionale*, in *Banca borsa titoli di credito*, 2020, 6, I, 966.

G. LIACE, *Sulle emozioni e le reazioni dell'investitore irrazionale*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2020, 1, I, 140.

G. LIACE, *La finanza comportamentale e l'effetto gregge*, in *Rivista di diritto del risparmio*, 2020, 3, 1.

G. LIACE, *Investimenti ed emozioni*, in *Banca impresa società*, 2023, 3, 509.

M. LIBERTINI, *Ancora a proposito di principi e clausole generali, a partire dall'esperienza del diritto commerciale*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, 2018, 2, 1.

C. LIMATOLA, *Passaggi generazionali e posizioni di governo nella s.r.l.*, Milano, 2018.

C. LIMATOLA, *L'accesso alle informazioni delle società controllate da parte del socio di s.r.l.* (nota a Trib. Torino, Sezione specializzata in materia di impresa, 20 febbraio 2019), in *Rivista di diritto societario*, 2020, 4, III, 959.

R. LOCATELLI, C. SCHENA, *La diversificazione dei canali di reperimento delle risorse finanziarie: a che punto siamo?*, in S. DELL'ATTI (a cura di), *Studi in onore di Antonio Dell'Atti*, Milano, 2022, 641.

S. LOMBARDO, *AIM, SPAC, equity-crowdfunding e private placement. La raccolta di capitale di rischio fra formazione del capitale e protezione degli investitori*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2021, 1-2, 31.

A. LOPES, *Accesso al credito, vincoli patrimoniali e sistema bancario. L'esperienza della crisi finanziaria*¸ in *Rivista economica del mezzogiorno*, 2014, 3, 539.

C. LUCARELLI, F.J. MAZZOCCHINI, *La cascata informativa nell'Equity crowdfdunding: la razionalità (limitata) degli investitori retail*, in *Bancaria*, 2022, 3, 12.

M. LUCIANI, *Itinerari costituzionali della memoria*, in *Rivista trimestrale di diritto pubblico*, 2023, 2, 629.

A.M. LUCIANO, *La gestione della s.p.a. nella crisi pre-concorsuale*, Milano, 2016.

A.M. LUCIANO, *Riunione assembleare e diritto d'intervento*, Milano, 2022.

A.M. LUCIANO, *La riunione assembleare e il diritto d'intervento nella S.p.a. alla luce delle "nuove tecnologie"*, in *Società*, 2023, 2, 137.

F. MACCHI, *Corporate law and economics of equity crowdfunding*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2017, 4, 555.

E. MACCHIAVELLO, *La modifica al regolamento Consob in materia di "equity crowdfunding" alla luce dell'evoluzione del diritto finanziario europeo e delle tendenze di regolazione dell' "investment-based crowdfunding" in Europa*, in *Banca impresa società*, 2016, 2, 283.

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 di diritto bancario*, 2018, 1, 133.

E. MACCHIAVELLO, *FinTech. Problematiche e spunti per una regolazione ottimale*, in *Mercato concorrenza regole*, 2019, 3, 435.

E. MACCHIAVELLO, *The European Crowdfunding Service Providers Regulation and the Future of Marketplace Lending and Investing in Europe: the 'Crowdfunding*

Nature' Dilemma, in *European Business Law Review*, 2021, vol. 32, 3, 557, reperibile in *www.ssrn.com*, 21 maggio 2020, dal quale si cita.

E. MACCHIAVELLO, *The Challenges Awaiting the European Crowdfunding Services Providers Regulation: Ready for Launch?*, in *Nordic Journal of Commercial Law*, 2022, 2, 103.

C. MALBERTI, *Tra aspirazioni, difficoltà tecniche e realtà: la proposta di direttiva dell'Unione europea sulla digitalizzazione del diritto societario*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, 2018, 2, 107.

C. MALBERTI, *La nozione di PMI costituita in forma di società a responsabilità limitata*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, 2021, 3, 1195.

M. MALTONI, P. SPADA, *L'impresa start up innovativa costituita in società a responsabilità limitata*, in *Rivista del notariato*, 2013, 5, I, 1113.

M. MALTONI, A. RUOTOLO, D. BOGGIALI, *La nuova disciplina delle (PMI) società a responsabilità limitata*, Studio n. 101-2018/I, pubblicato il 1° giugno 2018, reperibile in *www.notariato.it*.

M. MALTONI, *Le operazioni sulle proprie partecipazioni nelle s.r.l.-PMI*, in *Rivista di diritto societario*, 2019, 3, 605.

A. MAMBRIANI, *Società a responsabilità limitata semplificata start up innovativa e società a responsabilità limitata con capitale ridotto start up innovativa*, in O. CAGNASSO, A. MAMBRIANI (diretto da), *Start up e P.M.I. innovative*, Bologna, 2020, 167.

P. MAMMOLA, *Introduction to Private Equity*, in *Rivista giuridica europea*, 2019, 2, 103.

F. MARABINI, *Analisi dei possibili profili anticoncorrenziali della normativa italiana in tema di crowdfunding*, in *Contratto e impresa*, 2016, 2, 552.

G. MAROTTA, *Per un accesso sostenibile delle PMI al credito*, in A. ZAZZARO (a cura di), *Le banche e il credito alle imprese durante la crisi*, Bologna, 2014, 357.

G. MARASÀ, *Le società. Società in generale*, 2° ed., in G. IUDICA, P. ZATTI (a cura di), *Trattato di diritto privato*, Milano, 2000.

G. MARASÀ, *Soppressione del libro dei soci nella s.r.l. e sue conseguenze*, in *Rivista di diritto civile*, 2009, 6, 647.

G. MARASÀ, *Le s.r.l. nel quadro della legislazione di agevolazione*, in *Nuove leggi civili commentate*, 2014, 37, 632.

R. MARCELLO, M. POZZOLI, *Variabili critiche nella valutazione delle piccole e medie imprese*, in *Rivista dei dottori commercialisti*, 2019, 4, 671.

P. MARCHETTI, *Controlli sulla costituzione e sul funzionamento della società a responsabilità limitata*, in V. AFFRENI, L. DE ANGELIS (a cura di), *"Progetto Mirone" e modelli organizzativi per la piccola e media impresa*, Milano, 2001, 73.

P. MARCHETTI, *Osservazioni e materiali sul voto maggiorato*, in *Rivista delle società*, 2015, 2-3, 448.

M.P. MARTINES, *L'abuso di minoranza nelle società di capitali*, in *Contratto e impresa*, 1997, 3, 1184.

S. MASTURZI, *Tanto tuonò che piovve: la reintroduzione del controllo giudiziario nella s.r.l.*, in *Nuovo Diritto delle Società*, 2019, 6, 845.

K. MARTUCCI, G. OLIVIERI, *L'ordinamento contabile*, in C. IBBA, G. MARASÀ (a cura di), *Le società a responsabilità limitata*, vol. III, Milano, 2020, 2063.

M. MAUGERI, *Quali diritti particolari per il socio di società a responsabilità limitata?*, in *Rivista delle società*, 2004, 6, 1483.

M. MAUGERI, *Lo statuto delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio*, in M. CERA, G. PRESTI (diretto da), *Il testo unico finanziario*, vol. 2, Bologna, 2020, 1227.

A. MAZZONI, *La tutela delle minoranze azionarie*, in M. ROTONDI (a cura di), *I grandi problemi della società per azioni nelle legislazioni vigenti*, Padova, 1976, 1128.

M. MAZZUCA, *Il processo di emissione*, in L. ERZEGOVESI (a cura di), *I minibond e il finanziamento delle imprese*, Roma, 2016, 121.

B. MELE, *In tema di qualità dell'informazione del sottoscrittore di quote di categoria nell'*equity crowdfunding, in *Giurisprudenza commerciale*, 2020, 5, I, 978.

P. MESSINA, *Crowdfunding e finanza alternativa*, in *Foro italiano*, 2019, parte V, 465.

S. MEZZOCAPO, *Il nuovo regime giuridico del "financial return" crowdfunding nel mercato interno, tra regolamentazione unionale uniforme e passporting UE*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2022, 4, 639.

F. MIGLIETTA, *Lo sviluppo dei minibond come occasione di crescita per le imprese italiane*, in S. DELL'ATTI (a cura di), *Studi in onore di Antonio Dell'Atti*, Milano, 2022, 681.

E. MIGNARRI, *Pir alternativi e nuove norme sugli Eltif per far affluire più capitali privati alle PMI*, in *Bancaria*, 2020, 11, 38.

E. MIGNARRI, *Oicr e persone fisiche che investono in start-up o PMI innovative: caratteristiche e agevolazioni fiscali*, in *Bancaria*, 2021, 9, 64.

M. MILLER, *Debt and Taxes*, in *The Journal of Finance*, 1977, 32, 261.

U. MINNECI, *Equity crowdfunding: gli strumenti a tutela dell'investitore*, in *Rivista di diritto civile*, 2019, 2, 509.

U. MINNECI, *La raccolta "alternativa" di capitale di debito da parte delle PMI*, in M. IRRERA (a cura di), *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della Crisi. Studi in onore di Oreste Cagnasso*, Torino, 2020, 247.

U. MINNECI, *Sviluppi normativi in tema di piattaforme di crowdfunding*, in L. AMMANNATI, A. CANEPA (a cura di), *La finanza nell'età degli algoritmi*, Torino, 2023, 83.

F. MATTASSOGLIO, *Aspettando l'Unione Europea… Il paradosso delle ICOs: una regolazione nazionale per un fenomeno globale*, in *Rivista della regolazione dei mercati*, 2020, 2, 348.

L. MIOTTO, *Sull'imprenditorialità minima del socio di s.r.l.*, in *Nuove leggi civili commentate*, 2021, 4, 827.

S. MIRANI, M. BONSANTO, *L'impatto finanziario dell'emergenza coronavirus sulle PMI italiane*, in *Minerva Bancaria*, 2020, 5-6, 219.

L. MODICA, *Peer to consumer lending*, in *Osservatorio del diritto civile e commerciale*, 2022, 1, 81.

C. MOSCA, *Collocamento e offerta al pubblico. Riflessioni su una relazione non strettamente necessaria*, in *Rivista delle società*, 2016, 4, 648.

P. MONTALENTI, *Il sistema dei controlli societari: un quadro d'insieme*, in *Giurisprudenza italiana*, 2013, 10, 2175.

P. MONTALENTI, *Il diritto societario a dieci anni dalla riforma: bilanci, prospettive, proposte di restyling*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2014, 6, I, 1068.

P. MONTALENTI, *Il diritto societario dai "tipi" ai "modelli"*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2016, 4, I, 420.

P. MONTALENTI, *Diritto dell'impresa in crisi, diritto societario concorsuale, diritto societario della crisi: appunti*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2018, 1, I, 62.

P. MONTALENTI, *L'abuso del diritto nel diritto commerciale*, in *Rivista di diritto civile*, 2018, 4, 873.

P. MONTALENTI, *Il Codice della Crisi d'impresa e dell'insolvenza: assetti organizzativi adeguati, rilevazione della crisi, procedure di allerta nel quadro generale della riforma*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2020, 5, 829.

P. MONTALENTI, *Il diritto societario europeo*, in *Rivista di diritto societario*, 2022, 6, 963.

P. MONTALENTI, *Start up, PMI innovative e mercati finanziari: profili generali*, in *Nuovo diritto delle società*, 2022, 7, 1105.

F. MONTANARI, *GI, Vocabolario della Lingua Greca*, Torino, 2004.

A. MONTEVERDE, *Note minime sul voto dei soci nella s.r.l.*, in M. IRRERA (a cura di), *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della Crisi. Studi in onore di Oreste Cagnasso*, Torino, 2020, 1001.

A. MONTI, *Per una storia del diritto commerciale contemporaneo*, Pisa, 2021.

E. MORINO, *Le quote di P.M.I. costituite in forma di s.r.l.*, in O. CAGNASSO, A. MAMBRIANI (diretto da), *Start up e P.M.I. innovative*, Bologna, 2020, 337.

M. MOTTERLINI, *Facebook e sbagli di più*, in *IlSole24Ore*, 26 giugno 2011, 27.

M. MOTTERLINI, *La psicoeconomia di Charlie Brown*, Milano, 2015.

M. MOZZARELLI, *Responsabilità degli amministratori e tutela dei creditori nella s.r.l.*, Torino, 2007.

M. MOZZARELLI, *L'equity crowdfunding in Italia. Dati empirici, rischi e strategie*, in *Banca borsa titoli di credito*, 2019, 5, 650.

S.C. MYERS, *The Capital Structure Puzzle*, in *The Journal of Finance*, 1984, vol. 39, issue 3, 574.

S.C. MYERS, N.S. MAJLUF, *Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have*, in *Journal of Financial Economics*, 1984, vol. 13, issue 2, 187.

R. NATOLI, *Il diritto privati regolatorio*, in *Rivista della regolazione dei mercati*, 2020, 1, 134.

C.A. NIGRO, D. MALTESE, *Private equity, fusioni e rinuncia all'appraisal right: note su un caso statunitense con cenni all'esperienza italiana*, in *Rivista di diritto societario*, 2022, 3, III, 631.

M. NOTARI, *Diritti "particolari" dei soci e categorie "speciali" di partecipazioni*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2003, 2, 325.

M. NOTARI, *La proporzionalità tra rischio e potere nelle società di capitali: un canone fondamentalissimo o una regola suppletiva?*, in *Osservatorio del diritto civile e commerciale*, 2016, 2, 379.

M. NOTARI, *Le decisioni dei soci: decisioni non assembleari*, in C. IBBA, G. MARASÀ (a cura di), *Le società a responsabilità limitata*, vol. II, Milano, 2020, 1389.

M. NOTARI, *Analisi de jure condendo delle varianti organizzative delle s.r.l. (start up innovative, PMI innovative e PMI): problemi aperti e prospettive evolutive*, in *Osservatorio del diritto civile e commerciale*, 2019, 2, 241.

A. NUZZO, *L'abuso della minoranza. Potere, responsabilità e danno nell'esercizio del voto*, Torino, 2003.

G. OLIVIERI, *Alle origini della società aperta*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2019, 2, 631.

M. ONADO, *Alla ricerca della banca perduta*, Bologna, 2017.

M. ONADO, *La regolamentazione finanziaria dopo la crisi*, in *Banca impresa società*, 2019, 2, 195.

T. ONESTI, *Considerazioni introduttive e di metodo allo studio dei bilanci d'impresa*, in V. DONATIVI (diretto da), *Trattato delle società*, Tomo III, Torino, 2022, 1605.

M. ONZA, *L'"accesso" alla società per azioni ed alla società a responsabilità limitata*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2020, 4, I, 717.

G. OPPO, *In tema di «libertà e responsabilità» nelle società di capitali riformate*, in *Rivista di diritto civile*, 2004, 6, II, 861.

F. PACE, *Controllo interno e organo di controllo*, in O. CAGNASSO, A. MAMBRIANI (diretto da), *Start up e P.M.I. innovative*, Bologna, 2020, 571.

C. PAGLIARIN, *Le radici costituzionali della tutela del risparmio*, in *Banca impresa società*, 2021, 1, 29.

G. PALMIERI, *Principio di proporzionalità, diritti particolari dei soci e autonomia statutaria nella s.r.l.*, in *Rivista delle società*, 2012, 5, 877.

F. PANETTA, *A financial system for Growth*, 27 gennaio 2014, reperibile in *www.bancaditalia.it*.

N. PAOLONI, *Il rapporto banca-impresa in Italia dopo la crisi 2007/2010*, Milano, 2018.

M.G. PAOLUCCI, *La tutela del socio nella società a responsabilità limitata*, Milano, 2010.

S. PAPINI, *Finanziamenti dei soci*, in O. CAGNASSO, A. MAMBRIANI (diretto da), *Start up e P.M.I. innovative*, Bologna, 2020, 323.

A. PARZIALE, *Crisi pandemica e sostegno pubblico all'economia. Le garanzie Fondo PMI e SACE*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2020, 2, 467.

C. PASQUARIELLO, *Il principio di correttezza applicato alle delibere assembleari: l'abuso della regola di maggioranza al vaglio dei giudici*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2002, I, 125.

C. PASQUARIELLO, *I diritti particolari riguardanti l'amministrazione della società e le categorie di quote*, in E. PEDERZINI, R. GUIDOTTI (a cura di), *La governance delle società a responsabilità limitata*, 2° ed., Milano, 2022, 129.

M.L. PASSADOR, *Crowdfunding: tra profili di adeguatezza ed appropriatezza e profili di applicabilità all'aumento di capitale*, in *Banca impresa società*, 2015, 2, 287.

G. PASSARELLI, *Il crowdfunding: un assist per lo sport*, in *Nuovo diritto societario*, 2022, 11, 2099.

S. PATRIARCA, *Prodotti e strumenti finanziari*, in M. CERA, G. PRESTI (diretto da), *Il testo unico finanziario*, vol. 1, Bologna, 2020, 67.

A. PAVAN, *Il crowdfunding: cambia il tradizionale sistema del "fare impresa"*, Milano, 2018.

E. PEDERZINI, *Le società a responsabilità limitata e le sfide del mercato*, in *Trento Student Law Review*, 2018, vol. 1, 105.

E. PEDERZINI, *La libertà di stabilimento delle società europee nell'interpretazione evolutiva della Corte di Giustizia. Armonizzazione e concorrenza tra ordinamenti nazionali*, in E. PEDERZINI (a cura di), *Percorsi di diritto societario europeo*, IV ed., Torino, 2020, 99.

E. PEDERZINI, *Amministrazione e amministratori delle nuove società a responsabilità limitata. La governance: profili generali*, in E. PEDERZINI, R. GUIDOTTI (a cura di), *La governance delle società a responsabilità limitata*, 2° ed., Milano, 2022, 1.

E. PEDERZINI, *Sindaco e revisore tra norme imperative e scelte facoltative. La funzione di controllo interno nelle società a responsabilità limitata*, in E. PEDERZINI, R. GUIDOTTI (a cura di), *La governance delle società a responsabilità limitata*, 2° ed., Milano, 2022, 373.

E. PEDERZINI, *La funzione di controllo interno nelle società a responsabilità limitata e la scelta imperfetta tra sindaco e revisore*, in *Rivista delle società*, 2023, 2-3, 415.

E. PEDERZINI, F. DE GOTTARDO, *Incentivi e ostacoli al finanziamento delle PMI s.r.l. sui mercati dei capitali*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2022, 2, I, 272.

M. PELLEGRINI, *Il diritto cybernetico nei riflessi sulla materia bancaria e finanziaria*, in F. CAPRIGLIONE (a cura di), *Liber amicorum Guido Alpa*, Milano, 2019, 351.

G. PERONE, *Il tipo di società: profili di rilevanza del dato numerico*, in U. MORERA, G. OLIVIERI, M. STELLA RICHTER jr (a cura di), *La rilevanza dei numeri nel diritto commerciale*, Milano, 2001, 83.

M. PERRINO, *La «rilevanza del socio» nella s.r.l.: recesso, diritti particolari, esclusione*, in *Scritti in onore di Vincenzo Buonocore*, Tomo III, Milano, 2005, 3377.

M. PERRINO, *Il controllo individuale del socio di società di capitali: fra funzione e diritto*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2006, 4, I, 639.

M. PERRINO, *Art. 2502-bis*, in E. GABRIELLI (diretto da), *Commentario del Codice Civile, Della società – Dell'azienda – Della concorrenza*, Vol. III (artt. 2452-2510), a cura di D.U. SANTOSUOSSO, Torino, 2015, 1531.

M. PERRINO, *Socio moroso*, in V. DONATIVI (diretto da), *Trattato delle società*, Tomo II, Torino, 2022, 351.

M. PERRINO, *Appunti sul lending-based crowdfunding nel reg. UE 2020/1503*, in *Banca impresa società*, 2022, 1, 27.

A. PERRONE, *Small and Medium Enterprises Growth Markets*, in D. BUSCH, E. AVGOULEAS, G. FERRARINI (a cura di), *Capital Markets Union in Europe*, Oxford, 2018.

A. PERRONE, *Il diritto del mercato dei capitali*, Milano, 2020.

A. PETRUZZI, *Le clausole di tag e drag along: lo stato dell'arte*, in *Nuovo diritto delle società*, 2020, 10, 1255.

U. PIATTELLI, *Il crowdfunding in Italia*, Torino, 2013.

U. PIATTELLI, *Il nuovo regolamento europeo sul crowdfunding*, in *Nuovo diritto delle società*, 2021, 3, 427.

L. PICARDI, *Il ruolo dei creditori fra monitoraggio e orientamento della gestione nella società per azioni*, Milano, 2013.

P.P. PIRANI, *Un'analisi empirica delle PMI innovative: much ado about nothing?*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2018, 6, I, 1012.

A. PISANI MASSAMORMILE, *Minoranze "abusi" e rimedi*, Torino, 2004.

P. PISCITELLO, *Recesso ed esclusione nella s.r.l.*, in P. ABBADESSA, G.B. PORTALE (diretto da), *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, vol. 3, Torino, 2007, 717.

P. PISCITELLO, *Considerazioni sulla gestione della s.r.l. nella "giurisprudenza delle imprese*, in M. CERA, P.F. MONDINI, G. PRESTI (a cura di), *La riforma del diritto societario nella "giurisprudenza delle imprese"*, Milano, 2017, 203.

F. PLUCHINO, F. TUZI (a cura di), *Giornata di studio sulle società finanziarie regionali*, Milano, 2016.

G.A. POLICARO, *Lo sviluppo in Italia dell'equity crowdfunding. Un fenomeno sempre più regolamentato a fronte di prospettive potenzialmente dirompenti*, in *Osservatorio del diritto civile e commerciale*, 2019, 1, 67.

G.A. POLICARO, *Equity crowdfunding e s.r.l. aperte. Un cambio di paradigma nel nostro ordinamento*, in *Il diritto dell'economia*, 2019, 3, 243.

G.A. POLICARO, *Il debt crowdfunding. Un nuovo modello di finanziamento per le PMI in Italia*, in *Osservatorio del diritto civile e commerciale*, 2020, 1, 161.

G.A. POLICARO, *La raccolta di capitale "sul mercato": equity crowdfunding e s.r.l. aperte*, in *Diritto ed economia dell'impresa*, 2020, 5, 753.

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 *Nuovo diritto delle società*, 2020, 6, 715, e in M. IRRERA (a cura di), *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della Crisi. Studi in onore di Oreste Cagnasso*, Torino, 2020, 100.

I. POLLASTRO, *Il voto condizionato nella società di capitali*, Milano, 2021.

I. POLLASTRO, *Il finanziamento delle società innovative tramite venture capital*, in *Giurisprudenza italiana*, 8-9, 2021, 2257.

G.B. PORTALE, *«Minoranze di blocco» e abuso del voto nell'esperienza europea: dalla tutela risarcitoria al «gouvernement des juges»?*, in *Europa e diritto privato*, 1999, 1, 153.

M. PORZIO, *Presentazione del Convegno "La società a responsabilità limitata: l'eterno ritorno?" (Temi e problemi societari generati dal Codice della crisi e dell'insolvenza)*, in *Nuovo diritto delle società*, 2019, 6, 835.

A. POZZI, *La convocazione dell'assemblea su richiesta dei soci e le lacune normative nella disciplina della società a responsabilità limitata*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2007, 2, II, 461.

G. PRESTI, *Il diritto di controllo dei soci non amministratori*, in G. PRESTI, A. DOLMETTA, *S.r.l. Commentario dedicato a G.B. Portale*, Milano, 2011, 650.

G. PRESTI, *Vent'anni vissuti pericolosamente. TUF e codice civile: una convivenza difficile*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2019, 2, 473.

G. PRESTI, *Il legislatore Humpty Dumpty*, in M. IRRERA (a cura di), *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della Crisi. Studi in onore di Oreste Cagnasso*, Torino, 2020, 676.

G. PRESTI, M. RESCIGNO, *L'invalidità delle deliberazioni assembleari e delle decisioni dei soci*, in AA.VV., *Il nuovo ordinamento delle società. Lezioni sulla riforma e modelli statutari*, Milano, 2003, 133.

M. PRESTIPINO, *Diritto al rimborso e postergazione nella disciplina dei finanziamenti dei soci*, Milano, 2015.

A. PRINCIPE, *Art. 2409 c.c. e s.r.l.: un necessario reinserimento*, in M. IRRERA (a cura di), *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della Crisi. Studi in onore di Oreste Cagnasso*, Torino, 2020, 891.

C.E. PUPO, *Lo Small Business Act ed il work in progress della sua attuazione*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2014, 1, 135.

C.E. PUPO, *Il voto negativo nell'assemblea della società per azioni*, Milano, 2016.

C.E. PUPO, *L'impugnazione della delibera negativa*, in *Rivista delle società*, 2016, 2-3, 333.

C.E. PUPO, *Informazione, Capital Market Union e private placement*, in *Mercato concorrenza regole*, 2018, 3, 515.

G. QUARANTA, *Equity crowdfunding. Uno sguardo al mercato italiano*, in *Diritto ed economia dell'impresa*, 2018, 5, 790.

L.M. QUATTROCCHIO, *La disciplina contabile e di bilancio delle start up e delle p.m.i. innovative*, in O. CAGNASSO, A. MAMBRIANI (diretto da), *Start up e P.M.I. innovative*, Bologna, 2020, 599.

G. RACUGNO, voce *Società a responsabilità limitata*, in *Enciclopedia del diritto*, vol. XLII, Milano, 1990, 1047.

G. RACUGNO, *Il capitale sociale nelle s.r.l.*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2019, 5, I, 801, e in M. IRRERA (a cura di), *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della Crisi. Studi in onore di Oreste Cagnasso*, Torino, 2020, 145.

B. RAGANELLI, *Riserve negli affidamenti e incentivi a favore di imprese di dimensioni minori*, in *Banca impresa società*, 2022, 2, 181.

V. RAVAGNANI, *Direttrici evolutive e persistenti disarmonie nei regimi legali di tutela degli investitori*, in *Contratto e impresa*, 2020, 3, 1357.

A. RECALDE CASTELLS, *La Sociedad de Responsabilidad Limitada española un vehículo poco apto (y sin embargo exitoso) para las Pequeñas y Medianas Empresas*, in *Rivista di diritto societario*, 2019, 3, I, 564.

C. REINHART e K. ROGOFF, *Is the 2007 US Subprime Crisis So Different? An International Historical Comparison*, in *American Economic Review*, 2008, 98(2), 339.

M. RESCIGNO, *La responsabilità gestoria: profili generali*, in C. IBBA, G. MARASÀ (a cura di), *Le società a responsabilità limitata*, vol. II, Milano, 2020, 1765.

M. RESCIGNO, *Le regole organizzative della gestione della s.r.l.*, in M. CIAN (a cura di), *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, Padova, 2004, 323.

G.A. RESCIO, *La s.r.l. a capitale simbolico e s.r.l. semplificata*, in P. MONTALENTI (a cura di), *I modelli di impresa societaria fra tradizione e innovazione nel contesto europeo*, Milano, 2016, 73.

E.R. RESTELLI, *Le piattaforme digitali*, Milano, 2022.

P. REVIGLIONO, *La società semplificata a responsabilità limitata: un "buco nero" nel sistema delle società di capitali*, in *Nuovo diritto delle società*, 2012, 4, 7.

P. REVIGLIONO, voce *Società a responsabilità limitata*, in *Enciclopedia del diritto*, Annali V, 2012, 1133.

P. REVIGLIONO, *Sottoscrizione e trasferimento delle partecipazioni sociali nelle P.M.I. costituite in forma di s.r.l.*, in O. CAGNASSO, A. MAMBRIANI (diretto da), *Start up e P.M.I. innovative*, Bologna, 2020, 389.

M. RICCI, *I controlli individuali del socio non amministratore di società a responsabilità limitata*, in *Rivista del diritto commerciale*, 2006, 1, I, 111.

F. RIGANTI, *Il recesso e l'esclusione del socio nelle start up e P.M.I. innovative*, in O. CAGNASSO, A. MAMBRIANI (diretto da), *Start up e P.M.I. innovative*, Bologna, 2020, 437.

E. RIGHINI, *Strumenti e prodotti finanziari*, in *Enciclopedia del diritto*, Annali IV, Milano, 2011, 1162.

C. RINALDO, *La multiformità della s.r.l.*, in *Rivista delle società*, 2020, 5-6, 1513.

C. RINALDO, *Le analisi finanziarie robotizzate: consulenze, ratings, classificazioni*, in M. CIAN, C. SANDEI (a cura di), *Diritto del fintech*, Milano, 2020, 353.

W.G. RINGE, *The Politics of Capital Markets Union*, European Corporate Governance Institute, Law Working Paper n. 469/2019, Oxford Legal Studies Research Paper n. 51/2019.

G.C.M. RIVOLTA, *Sulla società a responsabilità limitata: precedenti storici ed orientamenti interpretativi*, in *Rivista di diritto civile*, 1980, I, 477.

G.C.M. RIVOLTA, *La società a responsabilità limitata*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, già diretto da A. CICU, F. MESSINEO, e continuato da L. MENGONI, XXX, t. 1, Milano, 1982.

G.C.M. RIVOLTA, voce *La società a responsabilità limitata*, in *Enciclopedia giuridica*, XXXIV, Roma, 1992, 1.

G.C.M. RIVOLTA, *Profilo della nuova disciplina della società a responsabilità limitata*, in *Banca borsa titoli di credito*, 2003, 6, I, 683.

G.C.M. RIVOLTA, *Introduzione a un dibattito sulla nuova società a responsabilità limitata*, in M. CIAN (a cura di), *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, Padova, 2004, 297.

G.C.M. RIVOLTA, *Brevi riflessioni sulla disciplina degli aspetti finanziari nel diritto dell'impresa e delle società*, in R. SACCHI (a cura di), *Studi in ricordo di Pier Giusto Jaeger*, Milano, 2011, 519.

G.C.M. RIVOLTA, *Diritto delle società. Profili generali*, Torino, 2015.

A. ROJO, *La sociedad anonima como problema*, in P. ABBADESSA, A. ROJO (a cura di), *Il diritto delle società per azioni: problemi, esperienze, progetti*, Milano, 1994, 1.

J.S. ROGERS, *Negotiability as a system of title recognition*, in *Ohio State Law Journal*, 1987, Vol. 48, Issue 1, 197.

G. ROMANO, *Valore d'impresa e benefici fiscali dell'indebitamento. Teoria e modelli applicativi*, in *Rivista dei dottori commercialisti*, 2016, 4, 593.

S. RONCO, *Piccole società imprenditori commerciali ed insolvenza: quali prospettive?*, in V. AFFRENI, L. DE ANGELIS (a cura di), *"Progetto Mirone" e modelli organizzativi per la piccola e media impresa*, Milano, 2001, 147.

R. RORDORF, *Doveri e responsabilità degli amministratori di società di capitali in crisi*, in *Società*, 2013, 6, 669.

G. ROSSI, A. STABILINI, *Virtù del mercato e scetticismo delle regole: appunti a margine delle riforma del diritto societario*, in *Rivista delle società*, 2003, 1, 1.

S. ROSSI, *Crowdfunding en Europe etude des models français en italien*, in *Nuovo diritto delle società*, 2015, 15, 62.

S. ROSSI, *S.r.l.-P.M.I.: disciplina del capitale e tipologia delle società*, in *Rivista di diritto societario*, 2019, 3, I, 525.

S. ROSSI, *La nuova proposta di direttiva sul credito al consumo: la sfida dell'Unione Europea per garantire maggiore tutela ai consumatori*, in *Contratto e impresa Europa*, 2021, 2, 485.

S.P. ROSSI, *La lettera annuale di Larry Fink del 15 marzo 2023: sostenibilità e scelta del cliente*, in *Rivista delle società*, 2023, 1, 264.

L. ROVELLI, *Dalla riforma Draghi al progetto Mirone, e oltre*, in V. AFFRENI, L. DE ANGELIS (a cura di), *"Progetto Mirone" e modelli organizzativi per la piccola e media impresa*, Milano, 2001, 113.

E. RULLI, *L'acquisto dello status di «società con azioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante» tra volontà dell'emittente ed effettività della diffusione*, in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, 2018, 2, 183.

E. RULLI, *Incorporazione senza res e dematerializzazione senza accentratore: appunti sui token*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, 2019, 1, 121.

R. RUOZI, *Indebitamento e investimenti nelle PMI italiane. L'importanza di una nuova politica di sviluppo*, in *Bancaria*, 2021, 2, 4.

B. RUSSO, *Le implicazioni economico-sociali nei nuovi modelli di finanza alternativa: verso un mercato digitale (del credito) effettivamente inclusivo e efficacemente sostenibile?*, in *Rivista di diritto bancario*, 2021, 4, I, 665.

G. SABATINI, *La struttura finanziaria delle imprese italiane e le sfide della pandemia*, in *Bancaria*, 2021, 4, 86.

I. SABBATELLI, *Regole di trasparenza e vigilanza*, in F. CAPRIGLIONE (a cura di), *Liber amicorum Guido Alpa*, Milano, 2019, 509.

R. SACCHI, *La responsabilità gestionale nella crisi dell'impresa societaria,* in *Giurisprudenza commerciale*, 2014, 2, I, 304.

R. SACCHI, *Note a margine del saggio di Aldo Dolmetta sul tipo s.r.l.*, in E. GINEVRA, R. LATTANZI, U. MALVAGNA, U. MINNECI, G. MUCCIARONE, A. SCIARRONE ALIBRANDI (a cura di), *Liber Amicorum per Aldo A. Dolmetta*, Pisa, 2023, 621.

P. SACCOMANNO, *Il contratto di rete: profili di un'indagine aperta*, in *Contratto e impresa*, 2018, 2, 673.

N. SALANITRO, *Profili sistematici della società a responsabilità limitata*, Milano, 2005.

V. SALOTTI, *La struttura finanziaria delle piccole e medie imprese italiane e il rapporto con le banche: il triennio 1998-2000*, in *Banca impresa società*, 2007, 1, 113.

C. SANDEI, *Le initial coin offering nel prisma dell'ordinamento finanziario*, in *Rivista di diritto civile*, 2020, 2, 391.

G. SANDRELLI, *Tra gestione del risparmio e gestione di partecipazioni societarie. SICAF e modelli di confine*, in *Osservatorio del diritto civile e commerciale*, 2022, 1, 207.

R. SANTAGATA, *Assetti organizzativi adeguati e diritti particolari di "ingerenza gestoria" dei soci*, in *Rivista delle società*, 2020, 5, 1453.

G. SANTONI, *Le quote di partecipazione nella s.r.l.*, in P. ABBADESSA, G.B. PORTALE (diretto da), *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, vol. 3, Torino, 2007, 375.

G. SANTONI, *Le quote di partecipazione*, in G. SANTONI, F. BRIOLINI, G.M. BUTA, F. ACCETTELLA, *Le società a responsabilità limitata*, Torino, 2022, 93.

A. SANTORO, *Diverse categorie di quote nella nuova società a responsabilità limitata*, in *Amministrazione & Finanza*, 2019, 10, 22.

V. SANTORO, *Tentativi di sviluppo di un mercato secondario delle quote di società a responsabilità limitata*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2020, 1, 23, e in M. IRRERA (a cura di), *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della Crisi. Studi in onore di Oreste Cagnasso*, Torino, 2020, 279.

F. SANTORO-PASSARELLI, *Dottrine generali del diritto civile*, Napoli, 1986.

D.U. SANTOSUOSSO, *Il ruolo delle società a responsabilità limitata nel diritto europeo: quadro comparatistico e prospettive evolutive*, in *Rivista di diritto societario*, 2020, 4, I, 923.

D.U. SANTOSUOSSO, *Introduzione alla riforma delle società a responsabilità limitata PMI e qualificazione tipologica della società a responsabilità limitata*, in *Rivista di diritto societario*, 2019, 3, I, 489.

S. SANZO, *Art. 2377*, in G. COTTINO, G. BONFANTE, O. CAGNASSO, P. MONTALENTI (diretto da) *Il nuovo diritto societario*, Commentario, Tomo I, Bologna, 2004, 606.

S. SANZO, *Invalidità delle deliberazioni assembleari*, in V. DONATIVI (diretto da), *Trattato delle società*, Tomo II, Torino, 2022, 1414.

S. SANZO, *Invalidità delle decisioni*, in V. DONATIVI (diretto da), *Trattato delle società*, Tomo III, Torino, 2022, 755.

G. SAPELLI, *Elogio della piccola impresa*, Bologna, 2013.

G. SAPELLI, E. QUINTAVALLE, *Nulla è come prima. Le piccole imprese nel decennio della grande trasformazione*, Milano, 2019.

C. SARACINO, *Categorie di quote e particolari diritti. La comproprietà della quota*, in O. CAGNASSO, A. MAMBRIANI (diretto da), *Start up e P.M.I. innovative*, Bologna, 2020, 351.

F.M. SBARBARO, *Appunti sulla nuova sociedad anonima simplificada argentina*, in M. IRRERA (a cura di), *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della Crisi. Studi in onore di Oreste Cagnasso*, Torino, 2020, 128.

G. SBISÀ, *Dialogo con la giurisprudenza sulle clausole statutarie di trascinamento (drag-along)*, in *Contratto e impresa*, 2015, 3, 627.

A.D. SCANO, *Il "tipo"*, in *Le società a responsabilità limitata*, in C. IBBA, G. MARASÀ (a cura di), *Le società a responsabilità limitata*, vol. I, Milano, 2020, 31.

A.D. SCANO, *La «parola» e il «silenzio»: contributo allo studio delle lacune nella disciplina delle società a responsabilità limitata*, in *Rivista delle società*, 2021, 5-6, 1122.

D. SCARPA, *Modello comportamentale e negoziale dell'intermediario finanziario e conseguente responsabilità civile*, in *Nuovo diritto delle società*, 2020, 9 , 1137.

G. SCHIANO DI PEPE, *La società cooperativa come strumento di esercizio della piccola e media impresa*, in V. AFFRENI, L. DE ANGELIS (a cura di), *"Progetto Mirone" e modelli organizzativi per la piccola e media impresa*, Milano, 2001, 29.

L. SCHIUMA, *Quel voto plurimo nelle quotate che (per il momento) non c'è*, in *www.dirittifondamentali.it*, 31 maggio 2020.

A. SCHWIENBACHER, B. LARRALDE, *Crowdfunding of Small Entrepreneurial Ventures*, in D. CUMMING, *The Oxford Handbook of Entrepreneurial Finance*, Chapter 13, Oxford, 2012, reperibile in *www.ssrn.com* dal quale si cita.

A. SCIARRONE ALIBRANDI, G. BORELLO, R. FERRETTI, F. LENOCI, E. MACCHIAVELLO, F. MATTASSOGLIO, F. PANISI, *Marketplace lending. Verso nuove forme di intermediazione finanziaria?*, CONSOB – *Quaderni FinTech*, n. 5, luglio 2019.

A. SCIARRONE ALIBRANDI, *Il testo unico finanziario alla prova del fintech*, in M. CERA, G. PRESTI (diretto da), *Il testo unico finanziario*, vol. 1, Bologna, 2020, 29.

G. SCOGNAMIGLIO, *La responsabilità gestoria: le azioni*, in C. IBBA, G. MARASÀ (a cura di), *Le società a responsabilità limitata*, vol. II, Milano, 2020, 1829.

M. SCIUTO, *Le quote di partecipazione*, in C. IBBA, G. MARASÀ (a cura di), *Le società a responsabilità limitata*, Vol. I, Milano, 2020, 415.

K. SEIN, *Crowdfunding credit services under the new proposal for a new Directive on Consumer Credits*, in *Law and Financial Markets Review*, 2023, vol. 15, 3-4, 221.

L. SEMINARA, *Recesso e diritto al disinvestimento nella fusione e nella scissione di società per azioni*, in *Rivista delle società*, 2017, 5-6, 1027.

G. SERAFIN, *Dematerializzazione e tokenizzazione delle quote di s.r.l.: quali sviluppi di un mercato secondario?*, in *Banca impresa società*, 2023, 3, 615.

G. SERVIDIO, A.M. FONTANA, *Finanza alternativa al credito bancario: una via per crescere*, in *Rivista economica del Mezzogiorno*, 2020, 1-2, 153.

A. SIMIONATO, *Abuso di maggioranza*, in *Società*, 2023, 12, 1409.

P. SPADA, *La tipicità delle società*, Padova, 1974.

P. SPADA, *Tipicità delle società e società e associazioni «atipiche» fra professionisti (art. 5, 3° comma, d.p.r. 1973, n. 597)*, in *Giurisprudenza commerciale*, 1977, I, 117.

P. SPADA, *Tipologia delle società e società per azioni quotata*, in *Rivista di diritto civile*, 2000, 2, II, 211.

P. SPADA, *Classi e tipi di società dopo la riforma organica (guardando alla "nuova" società a responsabilità limitata)*, in *Rivista di diritto civile*, 2003, 5, 489.

P. SPADA, *C'era una volta la società…*, in *Rivista del notariato*, 2004, 1, 1.

P. SPADA, M. SCIUTO, *Il tipo della società per azioni*, in G.E. COLOMBO, G.B. PORTALE (diretto da), *Trattato delle società per azioni*, vol. I, Torino, 2004, 3.

P. SPADA, *Provvista del capitale e strumenti finanziari*, in *Banca borsa titoli di credito*, 2009, 6, I, 621; e in G. GIACOBBE, *Scritti in memoria di Vittorio Sgroi*, Milano, 2008, 633.

P. SPADA, *Artt. 2325, 2452, 2462*, in F. D'ALESSANDRO (diretto da), *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, vol. II, tomo I, Padova, 2010, 1.

M. SPERANZIN, *Partecipazioni senza diritto di voto nella s.r.l.*, in AA. VV., *La struttura finanziaria e i bilanci delle società di capitali. Studi in onore di Giovanni E. Colombo*, Torino, 2011, 211.

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, 2-3, 335.

M. SPERANZIN, *Disciplina del non sottoscritto nell'aumento di capitale di s.r.l.*, in *Banca borsa titoli di credito*, 2020, 2, I, 178.

C. SPINA, C. WILLIAMS, *Sharing Stories About Venture Creation: How Crowdfunding Audiences React to Experimentation and Planning in Entrepreneurial Narratives*, INSEAD Working Paper No. 2021/54/EFE, reperibile in *www.ssrn.com*.

P. SPOLAORE, *S.r.l. e offerta al "pubblico" di partecipazioni sociali*, Milano, 2022.

P. SPOLAORE, *Struttura finanziaria della S.r.l. e raccolta dei capitali online*, in *Società*, 2024, 3, 303.

M.S. SPOLIDORO, *Una società a responsabilità limitata da tre soldi (o da un euro)?*, in *Rivista delle società*, 2013, 6, 1085.

M.S. SPOLIDORO, *La s.r.l. semplificata e la s.r.l. a capitale ribassato*, in C. IBBA, G. MARASÀ (a cura di), *Le società a responsabilità limitata*, vol. I, Milano, 2020, 141.

M. SPIOTTA, *Srl unilaterale "semplificata" o a "capitale ridotto": problemi e prospettive*, in *Nuovo diritto delle società*, 2012, 18, 54.

M. SPIOTTA, *Dalle start up alle P.M.I. innovative: l'evoluzione del quadro normativo*, in O. CAGNASSO, A. MAMBRIANI (diretto da), *Start up e P.M.I. innovative*, Bologna, 2020, 1.

L. STANGHELLINI, *Le crisi di impresa fra diritto ed economia. Le procedura di insolvenza*, Bologna, 2007.

L. STANGHELLINI, *Tutela dell'impresa bancaria e tutela dei risparmiatori*, in *Banca impresa società*, 2018, 3, 421.

M. STELLA RICHTER jr, *Prime notazioni sul numero dei soci*, in U. MORERA, G. OLIVIERI, M. STELLA RICHTER jr (a cura di), *La rilevanza dei numeri nel diritto commerciale*, Milano, 2001, 73.

M. STELLA RICHTER jr, *Di alcune implicazioni sistematiche della introduzione di una nuova disciplina per le società a responsabilità limitata*, in *Giustizia civile*, 2004, 1, II, 11.

M. STELLA RICHTER jr, *Diritto di recesso e autonomia statutaria*, in *Rivista del diritto commerciale*, 2004, 4-6, I, 389.

M. STELLA RICHTER jr, *Novità in tema di acquisto delle proprie azioni*, in *Rivista delle società*, 2009, 2-3, 286.

M. STELLA RICHTER jr, *Art. 3*, in C. MORBIDELLI (a cura di), *Codice delle società a partecipazione pubblica*, Milano, 2018, 154.

M. STELLA RICHTER jr, *La società a responsabilità limitata dalle codificazioni dell'Ottocento al Codice della crisi d'impresa*, in *Rivista delle società*, 2019, 4, 645.

M. STELLA RICHTER jr, *In tema di recesso dalla società a responsabilità limitata*, in *Rivista del diritto commerciale*, 2020, 2, I, 273.

M. STELLA RICHTER jr, *Long-termism*, in *Rivista delle società*, 2021, 1, 16.

M. STELLA RICHTER jr, *Il recesso*, in V. DONATIVI (diretto da), *Trattato delle società*, Tomo III, Torino, 2022, 1111.

G. STRAMPELLI, *Gli investitori istituzionali salveranno il mondo? Note a margine dell'ultima lettera annuale di BlackRock*, in *Rivista delle società*, 2020, 1, 51.

I. SUPINO, *Individuazione di «fonti alternative di finanziamento» per le PMI nelle previsioni della Capital Market Union*, in *Contratto e impresa*, 2016, 4-5, 933.

J. SUROWIECKI, *The Wisdom of Crowds*, New York, 2015.

G. TERRANOVA, *Il diritto e il suo linguaggio*, Milano, 2020.

E. TIMPANO, *Le clausole di covendita*, in *Rivista del notariato*, 2019, 2, 465.

M. TONELLO, *Corporate governance e tutela del risparmio*, in F. GALGANO (diretto da), *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, Vol. 35, 2006, Padova.

K. TOOMASPOEG, voce *Colletta*, in *Enc. Federiciana*, Istituto dell'Enciclopedia Italiana Treccani, 2005.

U. TOMBARI, *I finanziamenti dei soci e i finanziamenti infragruppo dopo il Decreto Sviluppo: prededucibilità o postergazione?*, in *Il Fallimentarista*, 20 dicembre 2012.

U. TOMBARI, *Principi e problemi di "diritto societario della crisi"*, in *Rivista delle società*, 2013, 6, 1138.

A. TOMCZAK, A. BREM, *A conceptualized investment model of crowdfunding*, in *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 2013, vol. 15, n. 4, 335.

G.A.M. TRIMARCHI, *Codice della crisi: riflessioni sulle prime norme*, in *Notariato*, 2019, 2, 115.

P. TULLIO, *Gli investimenti corporate nelle start-up: il corporate venture capital*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2021, 1-2, 107.

F. URBANI, *Rassegna dei principali interventi legislativi, istituzionali e di policy a livello europeo in ambito societario, bancario e dei mercati finanziari*, in *Rivista delle società*, 2021, 1, 195.

D. VALIANTE, *Il crowdfunding e la nuova proposta di regolamento UE*, in *Rivista di diritto societario*, 2018, 4, III, 959.

C. VALLONE, *La corporate social responsibility nelle PMI familiari*, Torino, 2021.

S. VANONI, *Il controllo giudiziario sulla gestione delle s.r.l. alla luce del d.lgs. 14/2019*, in M. IRRERA (a cura di), *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della Crisi. Studi in onore di Oreste Cagnasso*, Torino, 2020, 897.

G. VARRASI, *La costituzione della società a responsabilità limitata*, in O. CAGNASSO, A. MAMBRIANI (diretto da), *Start up e P.M.I. innovative*, Bologna, 2020, 277.

F. VELLA, *I "vuoti e i pieni" della s.r.l.*, in M. CERA, P.F. MONDINI, G. PRESTI (a cura di), *La riforma del diritto societario nella "giurisprudenza delle imprese"*, Milano, 2017, 199.

F. VELLA, *Crescere su mercati e piattaforme: le Piccole medie imprese tra regole e politica industriale*, in *Mercato concorrenza regole*, 2019, 2, 251.

F. VELLA, *Le società aperte: oltre il TUF? Per una discussione*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2019, 2, 431.

F. VELLA, *Equity crowdfunding, sistemi di negoziazione e mercati regolamentati*, in P. MONTALENTI, M. NOTARI (a cura di) *Società a responsabilità limitata, piccola e media impresa, mercati finanziari: un mondo nuovo?*, Milano, 2020, 131.

F. VELLA, V. CORRENTE, *La quotazione nei mercati e la negoziazione sui sistemi*, in M. CERA, G. PRESTI (diretto da), *Il testo unico finanziario*, vol. 2, Bologna, 2020, 1036.

V. VELLUZZI, *Le preleggi e l'interpretazione. Un'introduzione critica*, Pisa, 2013.

O. VENIER, *Intelligenza Artificiale, Blockchain e mondo IoT: l'esperienza degli operatori*, in *Diritto industriale*, 2020, 2, 165.

M. VENTORUZZO, *Recesso da società a responsabilità limitata e valutazione della partecipazione del socio recedente*, in *Nuova giurisprudenza civile commentata*, 2005, 6, II, 434.

M. VENTORUZZO, *The Disappearing Taboo of Multiple Voting Shares: Regulatory Responses to the Migration of Chrysler-Fiat*, in ECGI – Law Working Paper n. 288/2015.

M. VIETTI, *Configurabilità di pratiche abusive nell'esercizio dei diritti di «voice» delle minoranze in sede di dibattito assembleare ed eventuali strategie risolutive*, in *Contratto e impresa*, 2020, 1, 307.

R. VIGGIANI, *Costituzione, atto costitutivo, s.r.l. semplificata*, in V. DONATIVI (diretto da), *Trattato delle società*, Tomo III, Torino, 2022, 64.

A. VINCENTI, *La s.r.l. alla luce del nuovo codice della crisi di impresa e dell'insolvenza: possibile "calo del desiderio" nei confronti del modello ad oggi più diffuso*, in *Diritto fallimentare e delle società commerciali*, 2021, 5, I, 1027.

I. VISCO, *Anni difficili. Dalla crisi finanziaria alle nuove sfide per l'economia*, Bologna, 2018.

I. VISCO, *La finanza d'impresa in Italia: recente evoluzione e prospettive*, Intervento del Governatore della Banca d'Italia, Milano, 13 febbraio 2019, 3, reperibile in *www.bancaditalia.it*.

I. VISCO, *L'economia italiana e le banche: implicazioni della pandemia e prospettive*, in *Bancaria*, 2020, 10, 3.

R.M. VISCONTI, *La valutazione delle start-up*, in *Diritto industriale*, 2021, 4, 389.

B. VISENTINI, voce *azioni di società*, in *Enciclopedia del diritto*, IV, Milano, 1959, 967.

S. VISMARA, *Equity retention and social network theory in equity crowdfunding*, in *Small Business Economics*, 2016, 46, 579, reperibile in *www.ssrn.com*, dal quale si cita.

S. VISMARA, *Information Cascades among Investors in Equity Crowdfunding*, in *Entrepreneurship Theory and Practice*, 2018, vol. 42, 3, 467.

M.L. VITALI, *Equity crowdfunding: la nuova frontiera della raccolta del capitale di rischio*, in *Rivista delle società*, 2014, 2-3, 371.

M.L. VITALI, *Azioni ordinarie e azioni speciali*, in V. DONATIVI (diretto da), *Trattato delle società*, Tomo II, Torino, 2022, 511.

A. WUILLAUME, A. JACQUEMIN, F. JANSSEN, *The right word for the right crowd: an attempt to recognize the influence of emotions*, in *International Journal of Entrepreneurial Behavior & Research*, 2018.

T. XU, *Learning from the Crowd: The Feedback Value of Crowdfunding*, 30 settembre 2018, reperibile in *www.ssrn.com*.

E. ZANELLI, *Percorsi e trabocchetti di un progetto*, in V. AFFRENI, L. DE ANGELIS (a cura di), *"Progetto Mirone" e modelli organizzativi per la piccola e media impresa*, Milano, 2001, 69.

G. ZANARONE, *La società a responsabilità limitata come «tipo» normativo*, in F. GALGANO (diretto da), *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, vol. 8, Padova, 1985, 19.

G. ZANARONE, *Il «tipo» s.r.l. e l'autonomia delle parti*, in F. GALGANO (diretto da), *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, vol. 8, Padova, 1985, 77.

G. ZANARONE, *Il «tipo» s.r.l. e l'applicazione della legge*, in F. GALGANO (diretto da), *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, vol. 8, Padova, 1985, 129.

G. ZANARONE, *Il «tipo» s.r.l. e la ricostruzione della disciplina*, in F. GALGANO (diretto da), *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, vol. 8, Padova, 1985, 151.

G. ZANARONE, *L'accentuazione dell'autonomia statutaria nella nuova società a responsabilità limitata*, in V. AFFRENI, L. DE ANGELIS (a cura di), *"Progetto Mirone" e modelli organizzativi per la piccola e media impresa*, Milano, 2001, 15.

G. ZANARONE, *Introduzione alla nuova società a responsabilità limitata*, in *Rivista delle società*, 2003, 1, 58.

G. ZANARONE, *La tutela dei soci di minoranza nella nuova s.r.l.*, in M. CIAN (a cura di), *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, Padova, 2004, 341.

G. ZANARONE, *Il ruolo del tipo societario dopo la riforma*, in P. ABBADESSA, G.B. PORTALE (diretto da), *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, vol. 1, Torino, 2007, 57.

G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, in *Il Codice Civile. Commentario*, fondato da P. SCHLESINGER, diretto da F.D. BUSNELLI, Tomo I, Milano, 2010.

G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, in *Il Codice Civile. Commentario*, fondato da P. SCHLESINGER, diretto da F.D. BUSNELLI, Tomo II, Milano, 2010.

G. ZANARONE, *Dimensioni dell'impresa e obbligatorietà del collegio sindacale nella s.r.l.*, in R. SACCHI (a cura di), *Studi in ricordo di Pier Giusto Jaeger*, Milano, 2011, 679.

G. ZANARONE, *La tendenziale transtipicità dell'informazione societaria (un processo ancora incompiuto)*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2013, 1, 7.

G. ZANARONE, *Tra libertà d'impresa e tutela dei terzi: le nuove linee legislative*, in AA.VV. *Capitale sociale, responsabilità limitata e tutela dei terzi*, Novara, 2016, 37.

G. ZANARONE, *La società a responsabilità limitata. Un modello "senza qualità"? (un ideale dialogo con Oreste Cagnasso)*, in M. IRRERA (a cura di), *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della Crisi. Studi in onore di Oreste Cagnasso*, Torino, 2020, 5.

G. ZANARONE, *La s.r.l. A vent'anni dalla riforma del diritto societario*, Milano, 2023.

C. ZARA, E. FELTRINELLI, *PMI, rapporti con i finanziatori e complessità d'impresa*, in *Banca impresa società*, 2006, 2, 304.

S. ZARBO, *Lo stato dell'arte: Small Business Act*, in *PMI*, 2013, 2, 35.

F. ZATTI, *La dimensione costituzionale della tutela del risparmio. Dalla tutela del risparmio alla protezione dei risparmiatori/investitori e ritorno?*, in *Studi in onore di Vincenzo Atripaldi*, Napoli, 2010, 1469.

A. ZAZZARO, *Le banche e il credito alle imprese durante la crisi: un'introduzione*, in A. ZAZZARO (a cura di), *Le banche e il credito alle imprese durante la crisi*, Bologna, 2014, 9.

GIURISPRUDENZA

Trib. Sassari, 19 maggio 2000, in *Società* 2001, 2, 209, con nota di ZAGRA.

Trib. Civitavecchia, 21 aprile 2004, in *www.dircomm.it*.

Trib. Napoli, 11 novembre 2004, in *Società*, 2005, 8, 1007, con nota di M. CRISTIANO.

Trib. Napoli, 10 febbraio 2005, in *Giurisprudenza commerciale*, 2007, 2, II, 459, con nota di A. POZZI, *La convocazione dell'assemblea su richiesta dei soci e le lacune normative nella disciplina della società a responsabilità limitata*.

Trib. Milano, 10 giugno 2008, in *Rivista di diritto societario*, 2010, 3, 614, con nota di A.M. LO SCHIAVO.

Trib. Pistoia, 8 settembre 2008, in *Banca borsa titoli di credito*, 2009, 2, II, 191, con nota di G. BALP, *Dell'applicazione dell'art. 2467 c.c. alla società per azioni*.

Trib. Reggio Emilia, 23 ottobre 2008, in *Banca borsa titoli di credito*, 2011, 6, II, 714 ss., con nota di S. BOATTO, *Atti funzionali al sostegno finanziario della società da parte del socio: dalla «qualificazione» alla «disciplina»*.

Trib. Udine, 3 marzo 2009, in *Banca borsa titoli di credito*, 2012, 2, con nota di G. BALP, *Questioni di tema di postergazione ex art. 2467 e 2497-quinquies c.c.*

Trib. Roma, 9 luglio 2009, in *Foro italiano*, 2010, 7, I, 1972.

Trib. Milano, 26 marzo 2010, in *Società*, 2010, 7, 820, con nota di L. DE ANGELIS, *Ammissibilità del controllo giudiziario su richiesta dei sindaci nelle s.r.l.*

Cass. civ., ord. 10 maggio 2011, n. 10188, in *Foro it.*, Rep. 2014, voce *Associazione non riconosciuta*, n. 5.

Trib. Verona, 3 agosto 2012, in *Fallimento*, 2013, 3, 344, con nota di L. ABETE, *Il ceto creditorio e la dimensione istituzionale della S.r.l.: riflessi sull'azione dei creditori sociali e sulla legittimazione del curatore*.

Trib. Bologna, 11 dicembre 2012, in *Contratti*, 2013, 2, 193, e in *Società*, 2013, 8-9, 897.

Trib. Milano, 18 febbraio 2013, n. 2300, in *Società*, 2013, 5, 600.

Trib. Ascoli Piceno, 1° marzo 2013, in *Società*, 2013, 12, 1347, con nota di F. PLATANIA, *I mezzi di tutela per le irregolarità amministrative delle s.r.l.*

Trib. Genova, 2 maggio 2013, in *www.giurisprudenzadelleimprese.it*.

Trib. Milano, ord., 24 dicembre 2013, in *Giurisprudenza italiana*, 2014, 12, 2779, con nota di E. FREGONARA.

Trib. Bologna, 4 febbraio 2015, in *Società*, 2015, 5, 636.

Trib. Milano, 15 giugno 2015, in *Giurisprudenza italiana*, 2015, 10, 2145, con nota di A. BERTOLOTTI, *Il diritto di controllo dei soci di s.r.l. estranei all'amministrazione*.

Trib. Milano, 29 settembre 2015, in *Società*, 2016, 6, 699, con nota di E.E. BONAVERA.

Trib. Milano, 13 giugno 2016, in *Società*, 2016, 10, 1075, con nota di V. SALAFIA.

Trib. Milano, 28 novembre 2016, in *Società*, 2017, 5, 544, con nota di F. ATTANASIO, *Sul bilanciamento tra il diritto di accesso del socio di S.r.l. e le esigenze di riservatezza della società*.

Trib. Roma, 12 dicembre 2016, n. 23021, in banca dati *www.onelegale.wolters kluwer.it*.

Trib. Torino, 23 luglio 2017, in *www.giurisprudenzadelleimprese.it*.

Trib. Milano, 10 novembre 2017, in *Società*, 2018, 4, 427.

Trib. Milano, 12 aprile 2018, in *Società*, 2018, 8-9, 1007, con nota di L.F. PAOLUCCI, *Ancora sull'applicabilità dell'art. 2409 c.c. alle società a responsabilità limitata*.

Trib. Milano, 13 aprile 2018, in *IUS Societario* (12 settembre 2018).

Trib. Napoli, 31 luglio 2018, in *Società*, 2019, 6, 691, con nota di G. MELE, *Il diritto di controllo del socio di s.r.l.: dalla buona fede alle esigenze meritevoli di tutela*.

Trib. Milano, 4 luglio 2019, in *Società*, 2020, 3, 367.

Trib. Milano, 25 settembre 2019, in *Giurisprudenza italiana*, 2020, 3, 607, con nota di G. GARESIO.

Trib. Venezia, 1 dicembre 2019, n. 234, in *www.osservatoriodirittoimpresa.it*.

Trib. Frosinone, 3 marzo 2022, n. 223, in banca dati *www.onelegale.wolterskluwer.it*.

Trib. Milano, sez. impr., ord. 29 aprile 2022, in *Giurisprudenza italiana*, 2022, 11, 2435, con nota di E. FREGONARA, *Il controllo del socio di s.r.l.: legittimazione e limiti all'esercizio*.

Trib. Milano, 20 maggio 2022, in www.*dirittoeconomiaimpresa.it* (pubblicazione del 30 agosto 2022).

Trib. Milano, sez. impr., 22 dicembre 2022, in *Giurisprudenza italiana*, 2023, 8-9, 1865, con nota di A. BERTOLOTTI, *Bilancio di s.r.l. impugnato da un socio moroso: alcuni spunti di riflessione*.

Corte app. Milano, 13 febbraio 2008, in *Società*, 2009, 2, 205, con nota di C. DI BITONTO.

Cass. civ., 26 ottobre 1995, n. 11151, in *Giurisprudenza commerciale*, 1996, 3, 329, con nota di P.G. JAEGER, C. ANGELICI, A. GAMBINO, R. COSTI, F. CORSI, *Cassazione e contrattualismo societario: un incontro?*.

Cass. civ., 7 luglio 2015, n. 14056, in *Giurisprudenza italiana*, 2016, 4, 894, con nota di T. CAVALIERE, e in *Società*, 2016, 5, 543, con nota di G. BEI, F. BIGGINI

Cass. pen., 11 maggio 2018, n. 44107, in *Diritto penale contemporaneo*, 2019, 3, 181, con nota di L. CARRARO, *Il concorso omissivo dei sindaci nei fatti di bancarotta commessi dagli amministratori*.

Cass. civ., 20 giugno 2018, n. 16291, in *Foro italiano*, 2018, 9, I, 2750, con nota di richiami, e in *Banca borsa titoli di credito*, 2020, 2, II, 199, con nota di N. RIVA.

Cass. civ., 20 giugno 2018, n. 16291, in *Foro italiano*, 2018, 9, I, 2750, con nota di richiami; e in *Banca borsa titoli di credito*, 2020, 2, II, 199, con nota di N. RIVA.

Cass. civ., 10 maggio 2018, n. 17498, in *Banca borsa titoli di credito*, 2019, 1, II, 70, con nota di N. DE LUCA, *Il socio "leone". Il revirement della cassazione su opzioni put a prezzo definito e divieto del patto leonino*.

Cass. civ., 20 settembre 2019, n. 23452, in *Società*, 2019, 12, 1432.

Cass. civ., sez. trib., 7 marzo 2022, n. 7280, in *Judicium*, 1° agosto 2022, con nota di V. SICILIANO.

Cour de cassation, com., 14 janvier 1992, in *Revue des sociétés*, 1992, 798, con osservazioni di Y. GUYON, segnalata anche in *Rivista delle società*, 1993, 1, 424.

Corte di giustizia, 9 marzo 1999, causa C-212/97, in *Foro italiano*, 2000, 7-8, IV, 317, con nota di S. FORTUNATO, e in *Rivista delle società*, 2001, 1294, con nota di A. PERRONE.

Corte di giustizia, 5 novembre 2002, causa C-208/00, in *Foro italiano*, Rep. 2002, voce *Unione europea*, n. 1275, e in *Giornale di diritto amministrativo*, 2003, 133, con nota di M. GNES, e in NOTARIATO, 2003, 348, con nota di C. LICINI.

Corte di giustizia, 30 settembre 2003, causa C-167/01, in *Foro italiano*, 2004, 1, IV, 24, con nota di S. FORTUNATO.

MASSIME E ORIENTAMENTI NOTARILI

CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, Massima n. 138, 13 Maggio 2014, *Voto non proporzionale nelle s.r.l. (art. 2479, comma 5, c.c.)*.

CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, Massima n. 144, 19 Maggio 2015, *Azioni a voto "diverso" e quorum assembleari*.

CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, Massima n. 150, 17 Maggio 2016, *Riserva esclusiva di competenze gestorie a favore degli amministratori di s.r.l.*

CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, Massima n. 154, 17 Maggio 2016, *Diritto di opzione più che proporzionale nelle s.r.l.*

CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, Massima n. 171, 27 Novembre 2018, *Nozione di categorie di quote di s.r.l. PMI*.

CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, Massima n. 173, 27 Novembre 2018, *Contenuto dei diritti diversi delle categorie di quote di s.r.l. PMI*.

CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, Massima n. 174, 27 Novembre 2018, *Categorie di quote a voto ridotto o maggiorato nelle s.r.l. PMI*.

CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, Massima n. 175, 27 Novembre 2018, *Categorie di quote con diritto di opzione limitato o escluso nelle s.r.l. PMI*.

CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, Massima n. 176, 27 Novembre 2018, *Categorie di quote con limitazione dei diritti di controllo nelle s.r.l. PMI*.

CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, Massima n. 177, 27 Novembre 2018, *Assemblee speciali dei titolari di categorie di quote di s.r.l. PMI*.

CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, Massima n. 179, 27 Novembre 2018, *Acquisto di quote proprie da parte di s.r.l. PMI*.

CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, Massima n. 187, 11 marzo 2020, *Intervento in assemblea mediante mezzi di telecomunicazione*.

CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, Massima n. 200, 23 Novembre 2021, *Clausole statutarie che legittimano la convocazione delle assemblee esclusivamente mediante mezzi di telecomunicazione*.

CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, Massima n. 205, 25 ottobre 2022, *Quote standardizzate senza indicazione del valore nominale nelle s.r.l. PMI*.

CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, Massima n. 206, 30 Maggio 2023, *Nozione di "società quotate" e di "società diffuse"*.

COMITATO NOTARILE DEL TRIVENETO, Massima I.B.29, Settembre 2010, *Inderogabilità della facoltà di uno o più amministratori o del terzo del capitale sociale di sottoporre all'approvazione dei soci determinati argomenti*.

COMITATO NOTARILE DEL TRIVENETO, Orientamento I.C.1, Settembre 2011, *Determinazione delle forme di amministrazione non collegiale*.

COMITATO NOTARILE DEL TRIVENETO, Orientamento I.N.4, Settembre 2018, *Perdita da parte di s.r.l. dei requisiti di PMI e sorte delle categorie di quote esistenti*.

COMITATO NOTARILE DEL TRIVENETO, Orientamento I.N.6, Settembre 2018, *Applicazione del principio dell'unicità della partecipazione in presenza di categorie di quote*.

COMITATO NOTARILE DEL TRIVENETO, Orientamento I.N.7, Settembre 2018, *Pegno o usufrutto su una quota di partecipazione di categoria*.

COMITATO NOTARILE DEL TRIVENETO, Orientamento I.N.8, Settembre 2018, *La disciplina della morosità con riferimento ad un socio titolare di quote di diverse categorie*.

COMITATO NOTARILE DEL TRIVENETO, Orientamenti I.N.9, Settembre 2018, *Limiti all'ammissibilità del voto divergente nel caso di socio titolare di quote di diverse categorie*.

COMITATO NOTARILE DEL TRIVENETO, Orientamento I.N.11, Settembre 2018, *Assemblee speciali in presenza di quote di categoria*.

COMITATO NOTARILE DEL TRIVENETO, Orientamento I.N.12, Settembre 2018, *Legittimità del recesso riferito ad una sola delle quote di categoria detenute da un medesimo socio*.

CONSIGLIO NOTARILE DEI DISTRETTI RIUNITI DI FIRENZE, PISTOIA E PRATO, Massima n. 41/2014, *Start up innovativa e categorie di quote con esclusione dei diritti di controllo ex art. 2476, comma 2, c.c.*

ALTRI DOCUMENTI

ASSOCIAZIONE DISIANO PREITE, *Rapporto sulla società aperta*, Bologna, 1997.

ASSONIME, *Legge 5 marzo 2024, n. 21: interventi a sostegno della competitività del mercato dei capitali*, Circolare n. 6, 13 marzo 2024.

BANCA D'ITALIA, *Considerazioni finali. Assemblea generale ordinaria dei partecipanti, relativa all'anno 1984 (91° esercizio)*, tenuta in Roma il 31 maggio 1985, reperibile in *www.bancaditalia.it*.

BORSA ITALIANA, *Le infrastrutture finanziarie italiane alla sfida della nuova congiuntura*, documento inviato nell'ambito della consultazione pubblica sul Libro verde su "La competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita", redatto dal MEF, febbraio 2022, reperibile in *www.dt.mef.gov.it*.

COMMISSIONE UE, *Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile*, COM (2018) 97.

COMMISSIONE UE, *Una corsia preferenziale per la piccola impresa. Alla ricerca di un nuovo quadro fondamentale per la Piccola Impresa (un "Small Business Act" per l'Europa)*, COM(2008) 394, in seguito revisionato da COM(2011) 78, *Riesame dello "Small Business Act" per l'Europa*.

COMMISSIONE UE, *Sfruttare il potenziale del crowdfunding nell'Unione europea*, COM (2014) 0172.

COMMISSIONE UE, *Capital Markets Union and Fintech: Commission welcomes political agreement to boost crowdfunding in the EU*, Press release, 19 December 2019, in *https://ec.europa.eu*.

COMMISSIONE UE, *Un'Unione dei mercati dei capitali per le persone e le imprese: nuovo piano di azione*, COM(2020) 590.

CONSOB, *Cosa devi assolutamente sapere prima di investire in una "start-up innovativa" tramite portali on-line*, reperibile in *www.consob.it*.

CONSOB, *L'equity-crowdfunding. Analisi sintetica della normativa e aspetti operativi*, *Position papers*, n. 6, agosto 2016.

CONSOB, *Relazione illustrativa degli esiti della consultazione sull'attività delle imprese e degli operatori e sugli interessi degli investitori*, 31 ottobre 2018, in *www.consob.it*.

CONSOB, *Modifiche al regolamento n. 18592 del 26 giugno 2013 sulla raccolta di capitali di rischio tramite portali on-line*, Documento di consultazione, 20 giugno 2019, reperibile in *www.consob.it*.

EBA, *Guidelines on loan origination and monitoring*, 29 maggio 2020, EBA/GL/2020/06, reperibile in *www.eba.europa.eu*.

ESMA, *European Crowdfunding Service Providers For Business Regulation (2020/1503). Miscellaneous Reporting To Esma*, pubblicato il 10 novembre 2021, aggiornato da ultimo il 31 maggio 2023, reperibile in *www.esma.europa.eu*.

MINISTERO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE, *Finanza per la Crescita – Finance for Growth*, 2016, reperibile in *www.mef.gov.it/farsiunidea*.

MINISTERO DELLO SVILUPPO ECONOMICO, *PMI innovative. Certificazione del bilancio in sede di iscrizione alla sezione speciale del registro delle imprese*, n. 3683/C, 3 novembre 2015, reperibile in *www.mimit.gov.it*.

MINISTERO DELLO SVILUPPO ECONOMICO, *Scheda di sintesi della policy a sostegno delle PMI innovative*, 27 marzo 2015, reperibile in *www.mimit.gov.it.*

PARLAMENTO UE, CONSIGLIO DELL'UNIONE EUROPEA, COMMISSIONE UE, *Guida pratica comune del Parlamento europeo, del Consiglio e della Commissione per la redazione dei testi legislativi dell'Unione europea*, 2015, reperibile in *www.eur-lex.europa.eu*.

POLITECNICO DI MILANO, *5° report italiano sul CrowdInvesting*, luglio 2020, reperibile in *www.osservatoriocrowdinesting.it*.

POLITECNICO DI MILANO, *7° Report italiano sul CrowdInvesting*, luglio 2022, reperibile in *www.osservatoriocrowdinesting.it*.

POLITECNICO DI MILANO, *8° report italiano sul CrowdInvesting*, luglio 2023, reperibile in *www.osservatoriocrowdinesting.it*.

POLITECNICO DI MILANO, *6° quaderno di ricerca: la Finanza Alternativa per le PMI in Italia*, Novembre 2023, reperibile in *www.osservatoriefi.it*.

SENATO DELLA REPUBBLICA. SERVIZIO STUDI, *Dossier*, 23 ottobre 2023, n. 94/1, *Interventi a sostegno della competitività dei capitali*, A.S. 674-A.