

V CONVEGNO ANNUALE DELL'ASSOCIAZIONE ITALIANA DEI PROFESSORI  
UNIVERSITARI  
DI DIRITTO COMMERCIALE "ORIZZONTI DEL DIRITTO COMMERCIALE"  
"L'IMPRESA E IL DIRITTO COMMERCIALE: INNOVAZIONE, CREAZIONE DI  
VALORE, SALVAGUARDIA DEL VALORE NELLA CRISI"  
Roma, 21-22 febbraio 2014

ILARIA CAPELLI

## **L'equity based crowdfunding e i diritti del socio**

SOMMARIO: 1. Il contesto. - 2. Il punto di osservazione. - 3. I diversi livelli del sistema (e le possibili interazioni tra tipi e modelli). - 4. La start up innovativa che ricorre all'equity based crowdfunding. - 5. La tutela del sottoscrittore e i diritti di informazione. - 6. Le modifiche (espresse) al diritto comune societario. - 7. Le ricadute implicite sulla disciplina codicistica. - 8. Brevi osservazioni conclusive.

### *1. Il contesto.*

La regolazione dell'*equity based crowdfunding* è stata accompagnata da una grande enfasi e da vaste aspettative, nel nostro Paese così come negli Stati Uniti, dove il *crowdfunding*, già ben conosciuto come strumento per reperire risorse economiche in occasione di campagne elettorali o di iniziative connotate da scopi ideali, ha fatto il suo ingresso nella vita delle imprese con il *Jumpstart Our Business Startups Act* (meglio conosciuto come "*Jobs Act*"). Il fervore che ha accompagnato la regolazione nell'ordinamento statunitense dell'*equity based crowdfunding* e le pragmatiche preoccupazioni di consegnare agli operatori economici uno strumento utile per espandere le proprie iniziative sono ben evidenti nel discorso di presentazione del presidente Obama, in occasione della firma del *Jobs Act*, il 5 aprile 2012; gli scopi dell'iniziativa federale, ovvero rendere più facile la progressione delle imprese verso una maggiore apertura, sono così descritti: "*Here's what's going to happen because of this bill. For business owners who want to take their companies to the next level, this bill will make it easier for you to go public. And that's a big deal because going public is a major step towards expanding and hiring more workers. It's a big deal for investors as well, because public companies operate with greater oversight and greater transparency*".

Inoltre, in particolare per le start up, si sottolinea la portata rivoluzionaria (*game changer*) della nuova regolazione, perché essa interviene in uno scenario tradizionale in cui le piccole imprese possono contare solo su un piccolo gruppo di investitori, segnatamente le banche e i soggetti benestanti; ora, invece, si consente per la prima volta alle start

up e alle piccole imprese di avere accesso “to a big, new pool of potential investors -- namely, the American people. For the first time, ordinary Americans will be able to go online and invest in entrepreneurs that they believe in”<sup>1</sup>.

Di qua dell’Atlantico, anche il legislatore europeo sta dando segnali di forte interesse verso il fenomeno, segnali prodromici ad un intervento sul tema, giusta il disposto dell’art. 8, secondo paragrafo del Regolamento n. 1287/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio dello scorso 11 dicembre 2013<sup>2</sup>. In questo Regolamento, che istituisce un programma per la competitività delle piccole e medie imprese<sup>3</sup>, si dà espressamente mandato alla Commissione di esaminare la possibilità di sviluppare *meccanismi finanziari innovativi* quali il “*finanziamento collettivo (crowdfunding), in base alla domanda del mercato*”<sup>4</sup>.

In attesa del preannunciato intervento europeo, il nostro Paese è il primo nel Continente a disporre di un regolamento dedicato al fenomeno dell’*equity crowdfunding*, ovvero alla raccolta del capitale di rischio tramite internet verso un elevato numero di piccoli risparmiatori (*crowd*), cui chiedere investimenti di modesta entità. Gli artt. 50 *quinquies* e 100 *ter* nel T.U.F., introdotti dal *Decreto Crescita bis* (d.l. 18 ottobre 2012, n. 179, convertito con modificazioni dalla L. 17 dicembre 2012, n. 221), disciplinano, rispettivamente, la “Gestione di portali per la raccolta di capitali per le Start Up innovative” e le “Offerte attraverso portali per la raccolta di capitali” e delegano la Consob ad adottare le relative disposizioni di attuazione. La Commissione, dopo una consultazione pubblica dedicata al tema, ha approvato il regolamento n. 18592/2013<sup>5</sup>, documento che contiene, oltre alle disposizioni generali e alle norme definitorie, la disciplina del registro e dei gestori dei portali e la normativa inerente le offerte tramite portali.

Il richiamato regolamento Consob contiene, inoltre, talune disposizioni, e segnatamente gli artt. 24 e 25, che pongono quale condizione per l’accesso a tale modalità di reperimento di risorse, coinvolgente *a big, new pool of potential investors*, la presenza di determinate clausole nell’atto costitutivo delle società emittenti, clausole destinate alla tutela individuale dei sottoscrittori delle *crowdfunded equities*.

---

<sup>1</sup> <http://www.whitehouse.gov/the-press-office/2012/04/05/remarks-president-jobs-act-bill-signing>.

<sup>2</sup> In G.U. dell’Unione Europea del 20/12/2013.

<sup>3</sup> Art. 1, reg. n. 1287/2013 - *Istituzione*. “Un programma di azioni dell’Unione volto a migliorare la competitività delle imprese, con riferimento in particolare alle piccole e medie imprese (PMI) (di seguito “programma COSME”) è istituito per il periodo dal 1° gennaio 2014 al 31 dicembre 2020 (COSME) (2014 - 2020)”. Per esigenze di chiarezza è, inoltre, abrogata la decisione n. 1639/2006/CE.

<sup>4</sup> Art. 8, secondo paragrafo, reg. n. 1287/2013.

<sup>5</sup> Gli esiti della consultazione di cui sopra sono pubblicati, unitamente al regolamento e alla Relazione sull’attività di Analisi di Impatto (AIR) sul sito [www.consob.it](http://www.consob.it).

## 2. Il punto di osservazione.

Quello del *crowdfunding* è un tema molto vasto, ricco di storie e di esperienze pratiche in ordinamenti diversi dal nostro; in termini culturali, la possibilità che un certo modello societario - segnatamente le start up innovative, che per la maggior parte sono costituite adottando il tipo s.r.l. e, in ogni caso, secondo la definizione codicistica, appartengono al novero delle *società chiuse* - reperisca parte del proprio capitale di rischio attraverso portali dà conto della portata "rivoluzionaria" dello strumento, tanto che ci si chiede in quale misura, concretamente, l'accesso delle piccole imprese (o di parte di esse) alle operazioni di *crowdfunding* "is going to redefine business as we know it"<sup>6</sup>.

Il cambiamento che si profila all'orizzonte è reso possibile tramite l'accesso ad *internet* e, in particolare, grazie ad una modalità di utilizzo del mezzo di comunicazione diversa rispetto a quanto già testato da parte dell'Autorità o dalle imprese per finalità di informazione diffusa<sup>7</sup>; in questo caso si assiste, infatti, all'iniziativa degli utenti di *internet* che, senza alcuna qualificazione, si fanno parte attiva. L'entrata in scena di nuovi soggetti che decidono di farsi investitori *in entrepreneurs that they believe in* comporta rilevanti contraccolpi per le imprese, per le quali, grazie alla diffusione dell'investimento in capitale di rischio, diviene più semplice *to go public*.

La vastità del tema impone la scelta di uno specifico punto di osservazione, scelta che cade - del tutto arbitrariamente - sull'angolo visuale del sottoscrittore degli *strumenti finanziari* collocati per mezzo dell'*equity based crowdfunding*. La complessa normazione primaria e secondaria in materia di *crowdfunding*, infatti, non si limita a sancire obblighi di informazione, vieppiù necessari data la pressoché totale mancanza di specifiche qualifiche da parte degli investitori cui l'offerta si rivolge, ma aggiunge la necessaria presenza di strumenti di tutela individuali, quali i diritti di *exit*, i cui effetti si riverberano sull'organizzazione dell'emittente.

Di qui è possibile ricostruire le prerogative dei titolari delle partecipazioni *crowdfunded* emesse dalle start up innovative. L'analisi avrà, naturalmente, come primario riferimento le numerose deroghe espresse al regime comune, di cui godono, in generale, le società start up innovative

---

<sup>6</sup> Si veda S. GERBER, *The Jobs Act Signing: A giant step for Entrepreneurship in America*, in *Time*, 6 aprile 2012: *If hundreds of Members of Congress and thousands of young American entrepreneurs, myself included, are correct - and I believe we are - this historic moment is going to redefine business as we know it*".

<sup>7</sup> Un esempio recente è la disciplina contenuta nel d.lgs. 22 giugno 2012, n. 123, grazie alla quale il progetto di fusione (e scissione) è pubblicabile sul sito internet delle società coinvolte nell'operazione, in alternativa al deposito presso il Registro delle imprese.

(specialmente se assumono la forma di s.r.l.) e, nello specifico, le società start up innovative che ricorrono al *crowdfunding*; successivamente saranno prese in considerazione le probabili deviazioni rispetto al richiamato regime comune, deviazioni che, pur rimanendo implicite nel sistema, vanno a caratterizzare il rapporto societario sottostante al titolo emesso. Tali deviazioni, si ripete, risultano più evidenti nel caso in cui la società start up si sia costituita nella forma di s.r.l., nella cui compagine sociale si realizza la compresenza di soci le cui prerogative si pongono in netta antitesi: soci imprenditori della s.r.l. e soci che divengono tali per aver investito *on line* in capitale di rischio.

### 3. I diversi livelli del sistema (e le possibili interazioni tra tipi e modelli).

Per poter proseguire nell'analisi che ci si è proposti è utile ripercorrere brevemente i diversi livelli del sistema di cui la società che ricorre al *crowdfunding* fa parte. Le start up innovative fanno parte del novero mutevole delle *varianti* al sistema delle società di capitali, platea già popolata dalle s.r.l.s.<sup>8</sup> e che costituisce il risultato della volontà politica di rispondere alla crisi economico-finanziaria, a livello di normazione primaria e secondaria, individuando e percorrendo strade finora inesplorate per la promozione delle iniziative economiche<sup>9</sup>.

Il tentativo di ricostruire il rapporto tra i modelli frutto delle recenti iniziative del legislatore e i tipi codicistici ricorda, ad un primo approccio, lo stupore davanti alle costruzioni impossibili di M.C. Escher. Il legislatore non si cura di aver probabilmente travolto il sistema e lascia interamente agli interpreti il non semplice compito di ricostruire le relazioni tra i

---

<sup>8</sup> Per quanto riguarda la società semplificata, disciplinata dall'art. 2463 *bis*, si segnala l'avvenuta eliminazione del requisito anagrafico dei 35 anni d'età, con la conseguenza che può divenire socio di una s.r.l.s. qualsiasi persona fisica di età inferiore o superiore ai 35 anni per effetto delle modifiche apportate all'art. 2463 *bis* dall'art. 9, comma 13, lett. a) del d.l. 28 giugno 2013 n. 76, conv. in legge dall'art. 1, comma 1, della legge 9 agosto 2013, n. 99.

<sup>9</sup> 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 *Riv. soc.*, 2012, p. 1101: s.r.l.s. e start up sono definite dalla dottrina quali "figure effimere" in quanto "tutte si collocano in quel profluvio di leggi emergenziali che, con interventi tanto suggestivi nelle etichette quanto, spesso, limitate negli effetti, sta sconvolgendo l'Italia"; ed, inoltre, la s.r.l.s. "avendo ormai assolto la sua contingente missione politica di tipo "pubblicitario", cioè quella di segnalare, in un determinato momento, la particolare attenzione del legislatore verso le iniziative imprenditoriali dei "giovani" avrebbe "iniziato la sua parabola discendente (G. MARASÀ, *Considerazioni sulle nuove s.r.l.: s.r.l. semplificate, s.r.l. ordinarie e start up innovative prima e dopo la L. n. 99/2013 di conversione del D.L. n. 76/2013*, in *le società*, 10/2013, p. 1095); in termini analoghi A. BARTOLACELLI, "Novissime" modifiche alla disciplina della s.r.l.s.: saggio minimo di diritto transitorio, in *N.D.S.*, 16/2013, p. 7 ss., il quale osserva che "vi è una transitorietà giuridica per così dire "fisiologica" ed una che non solo rasenta, ma sconfinava abbondantemente nel patologico, in una sorta di schizofrenia normativa".

diversi istituti, nell'ambito di un sistema che conosce ora, accanto ai tipi tradizionali, nuovi assetti organizzativi<sup>10</sup>, i quali fanno sì riferimento ai tipi tradizionali, ma al contempo presentano una precisa fisionomia.

Non mancano, poi, possibili interazioni tra i modelli "minori". Per esempio, la qualifica di start up innovativa s.r.l. è, di per sé, compatibile con la costituzione di una s.r.l.s.<sup>11</sup>; sotto il profilo concreto, però, non potendo essere adottate clausole difformi rispetto al modello standard predisposto dal d.m. 138/2012<sup>12</sup>, si erge un insuperabile ostacolo all'accesso all'*equity based crowdfunding* derivante dalla necessità di riconoscere al sottoscrittore un diritto di co-vendita o di recesso per il caso di trasferimento del controllo (art. 24 del richiamato regolamento Consob).

Nonostante le possibili interazioni, gli scopi dei due richiamati modelli "minori" sono del tutto differenti. Nel sistema delle società di capitali, la variante s.r.l.s. e la s.r.l. "ordinaria" con capitale sociale sotto i 10 mila euro<sup>13</sup> rappresentano uno strumento per consentire di limitare, anche in modo radicale, il ricorso alla destinazione di risorse proprie<sup>14</sup>. Diversamente, nel sistema delle società start up il ricorso all'*equity based crowdfunding* porta alla realizzazione di una struttura finanziaria fondata,

---

<sup>10</sup> Assetti che un Autore (A. MONTANARI, *Le società "sub - prime" e il capitale (sociale, nominale, minimo)*, in *Riv. dir. priv.*, 2012, p. 553) ha incisivamente definito "società sub-prime", così sottolineando gli aspetti legati al rischio dell'iniziativa per i creditori.

<sup>11</sup> P. SPADA - M. MALTONI, *L'impresa start up innovativa costituita in società a responsabilità limitata*, in *Iuris responsa*, dell'Associazione *Cavere respondere* e in *Riv. Not.*, 3/2013, p. 579.

<sup>12</sup> Il tema della possibilità di inserire clausole aggiuntive all'interno del modello *standard*, contenente le clausole minime essenziali, ha visto l'intervento del Ministero per lo Sviluppo Economico che, con nota prot. n. 33 del 2 gennaio 2013, si è allineato alla nota prot. n. 43644 del 10 dicembre 2012 ove si conferma che "l'atto costitutivo e lo statuto delle società in questione ben possono essere integrati dalla volontà negoziale delle parti" (in argomento si rinvia a L. DE ANGELIS, *S.r.l.s., statuto standard optional*, in *Italia Oggi* del 14 gennaio 2013, p. 11; successivamente, la l. 9 agosto 2013, n. 99, di conversione del d.l. 28 giugno 2013, n. 76, ha spostato la questione nei termini dell'inderogabilità del modello *standard*, giusta l'avvenuto inserimento nell'art. 2463 *bis* della precisazione secondo cui "Le clausole del modello *standard* tipizzato sono inderogabili"; in argomento rinvio a A. BUSANI, *La nuova società a responsabilità semplificata e la nuova s.r.l. con capitale inferiore a 10 mila euro*, in *Le Società*, 10/2013, p. 1068 e per un'analisi delle incoerenze dell'atto costitutivo *standard* rispetto al nuovo quadro normativo, che ad esempio considera irrilevante ora l'età anagrafica e consente la nomina di amministratori non soci, si veda A. BARTOLACELLI, *cit.* (nt. 9), p. 7 ss.

<sup>13</sup> La s.r.l. "semplificata", diversamente dalla s.r.l. "ordinaria" con capitale inferiore a 10 mila euro, può essere a rigore considerata un vero sottotipo di quella ordinaria, in quanto fortemente caratterizzata sia per la necessaria natura di persone fisiche dei soci, sia per la pressoché totale mancanza di autonomia statutaria, in quanto retta sul "modello *standard*"; così A. BUSANI, *cit.* (nt. 12), p. 1084.

<sup>14</sup> I fondatori possono, così, dar vita ad imprese che ricorrono quasi esclusivamente a risorse esterne, risorse che possono altresì provenire dagli stessi soci, ma in forma di finanziamenti alla società personalmente erogati o garantiti: M. CIAN, *cit.* (nt. 9), p. 1122.

accanto al possibile ricorso al credito, sull'investimento *on line* in capitale di rischio: un meccanismo che è in grado scongiurare possibili problemi di sottocapitalizzazione e consente di diversificare le fonti di finanziamento.

Un altro aspetto che consente di distinguere tra loro i modelli "minori" attiene alla natura transitoria o meno del sottosistema di riferimento: la start up innovativa è, per natura, destinata a confluire nel tipo tradizionale; diversamente, la nuova connotazione della s.r.l.s. non consente più di ricostruire il modello quale sottotipo societario "di entrata" nel sistema economico<sup>15</sup>, essendo venuto meno quel requisito dell'età che avrebbe, ad un certo tempo dato, incoraggiato il naturale convergere verso la s.r.l. ordinaria. Anzi, la stessa s.r.l. ordinaria può evolvere regressivamente verso la s.r.l.s., naturalmente adottando il modello standard, oppure può declinarsi come s.r.l. sempre "ordinaria" (ma senza alcun impatto sulla denominazione sociale) con capitale inferiore ai 10 mila euro, per effetto di una volontaria riduzione del capitale, oppure nell'ipotesi di perdite che il riducano il capitale sotto i diecimila euro, ma pur sempre al di sopra di un euro<sup>16</sup>.

La start up innovativa, dunque, si configura come un modello organizzativo per natura transitorio ed eccezionale, accessibile da parte delle società di capitali, anche unipersonali<sup>17</sup>, delle cooperative, nonché delle imprese transnazionali che rivestano la "forma" di *Societas Europaea*, purché residenti in Italia (art. 25)<sup>18</sup>. L'acquisizione di tale qualifica richiede che la società non distribuisca o non abbia distribuito utili - nel caso in cui sia una società operante da non più di quarantotto mesi (art. 25, secondo comma, lett. b)<sup>19</sup> - e comporta l'accesso ad un regime agevolato<sup>20</sup>,

---

<sup>15</sup> Accessibile solo in fase di costituzione: M. CIAN, *cit.* (nt. 9), p. 1107; M. RESCIGNO, *La società a responsabilità limitata a capitale ridotto e semplificata*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2013, p. 69; A. BUSANI, *cit.* (nt. 12), p. 1081 e Circolare Assonime n. 29/2012, in *Riv. soc.*, 2012, p. 1289.

<sup>16</sup> Così evitando la trasformazione in società di persone: A. BUSANI, *cit.* (nt. 12), pp. 1081 - 1082. Per un'interpretazione delle regole contenute nell'art. 2482 *ter* che consenta l'accesso alla disciplina della s.r.l. semplificata a seguito della riduzione del capitale per perdite, anche in vista dell'esigenza di parità di trattamento con le s.p.a., si veda G. MARASÀ, *cit.* (nt. 9), p. 1093. Il medesimo Autore apre ad un (più probabile, perché evita il cambio della denominazione sociale) passaggio da s.r.l. "ordinaria" a s.r.l. parimenti "ordinaria" (ma) con capitale inferiore a dieci mila euro, con la contestuale sottoposizione al regime di formazione accelerata della riserva legale.

<sup>17</sup> Così P. SPADA - M. MALTONI, *cit.* (nt. 11), p. 579.

<sup>18</sup> Restano escluse le società di persone e le società con azioni quotate nei mercati regolamentati o su un sistema multilaterale di negoziazione.

<sup>19</sup> Secondo la dottrina, benché sia legittima la clausola statutaria che vieta la distribuzione dell'utile di bilancio, imponendo così pattiziamente una politica di autofinanziamento dell'impresa e fatto salvo il perseguimento del lucro oggettivo dell'ente, si può ritenere che, per l'iscrizione nella sezione speciale del registro delle imprese per l'accesso ai benefici riservati alle imprese start up innovative, non sia necessaria un'apposita clausola

consistente nella disapplicazione di talune regole del diritto comune societario (artt. 26 e 30 d.l. n. 179/2012)<sup>21</sup>. In particolare, l'art. 26, primo comma, regola diversamente il conflitto di interessi tra i soci e i terzi nel caso di perdite in quanto - e le medesime considerazioni valgono per la disposizione contenuta nell'art. 31 primo comma, che sottrae le start up innovative alla soggezione alle procedure concorsuali - sono privilegiati gli interessi dei soci rispetto a quelli dei terzi e in specie dei creditori, consentendo alla società di proseguire nonostante le perdite<sup>22</sup>.

Numerose sono, poi, le deroghe al diritto comune societario in tema di s.r.l.: la disapplicazione dell'art. 2474, che vieta le operazioni sulle proprie partecipazioni, disposta dall'art. 26, sesto comma, consente di dare attuazione a piani di incentivazione, che prevedono l'assegnazione di quote ai dipendenti, ai collaboratori, agli amministratori e ai prestatori d'opera e servizi. Come osserva la dottrina, la semplice disapplicazione dell'art. 2474 rappresenta un'apertura *più forte* rispetto alla disciplina dettata per le s.p.a. nella stessa materia, in quanto per la società azionaria sono liberalizzati (e quindi sono esentati dagli oneri procedurali di cui all'art. 2358, secondo e terzo comma) soltanto i prestiti e le garanzie per l'acquisto o la sottoscrizione delle azioni proprie se concessi "per favorire l'acquisto da parte dei dipendenti della società" (art. 2358, commi 1 e 8)<sup>23</sup>.

Dal punto di osservazione del sottoscrittore di partecipazioni tramite un'operazione di *crowdfunding* rivestono un particolare interesse le numerose deroghe al diritto comune societario in materia di s.r.l., deroghe

---

di esclusione del lucro soggettivo, in quanto risulta sufficiente che la mancata distribuzione degli utili sia un requisito di fatto, attestato dagli amministratori a mente dell'art. 25, comma 15: P. SPADA - M. MALTONI, *cit.* (nt. 11), p. 579.

<sup>20</sup> G. MARASÀ, *cit.* (nt. 9), p. 1094.

<sup>21</sup> Il regime *agevolato* coinvolge anche il diritto del lavoro (artt. 27 e 28) e il diritto tributario (artt. 27 e 29).

<sup>22</sup> La regola contenuta nel primo comma dell'art. 26 privilegia le ragioni dei soci nell'ambito di un'iniziativa che può portare con alta probabilità a perdite, a causa della fase di avvio dell'impresa e della natura dell'attività esercitata. Pertanto nelle start up innovative il termine entro il quale la perdita deve risultare diminuita a meno di un terzo stabilito dagli articoli 2446, comma secondo, e 2482 *bis*, comma quarto, del codice civile, è posticipato al secondo esercizio successivo; inoltre, nelle start up innovative che si trovino nelle ipotesi previste dagli artt. 2447 e 2482 *ter* l'assemblea convocata senza indugio dagli amministratori può deliberare, in alternativa all'immediata riduzione del capitale e al contemporaneo aumento del medesimo a una cifra non inferiore al minimo legale, di rinviare tali decisioni alla chiusura dell'esercizio successivo.

<sup>23</sup> P. SPADA - M. MALTONI, *cit.* (nt. 11), p. 579; gli stessi Autori osservano che la mera disapplicazione dell'art. 2474 impone all'interprete l'integrazione analogica con la disciplina dettata in materia di s.p.a. in ordine agli aspetti tralasciati dal legislatore, quali le dimensioni massime dell'operazione, che non può eccedere gli utili distribuibili e le riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato (art. 2358, sesto comma) e la necessità della costituzione di una riserva indisponibile di pari importo.

volte a consentire significative aperture della start up innovativa anche a soci per vocazione non interessati alla diretta gestione della società: è così possibile, giusta la norma contenuta nell'art. 26, secondo e terzo comma, discriminare i diritti dei soci sulla base dell'introduzione di categorie di quote, in deroga all'art. 2468, secondo e terzo comma, ed è altresì possibile privare le quote del diritto di voto, in deroga all'art. 2479, quinto comma<sup>24</sup>.

#### 4. *La start up innovativa che ricorre all'equity based crowdfunding.*

L'*equity based crowdfunding* com'è noto, è consentito alle sole start up innovative, che svolgono un'attività di sviluppo, produzione e commercializzazione di prodotti o servizi innovativi ad alto valore tecnologico<sup>25</sup>, se e in quanto abbiano acquisito la relativa qualifica in virtù dell'adempimento di taluni obblighi, comprensivi dell'autocertificazione che attesta la sussistenza dei requisiti di start up (art. 25, comma 2) e che consentono l'iscrizione in una sezione speciale del registro delle imprese, quale adempimento costitutivo per l'applicazione della disciplina speciale. Il ricorso al *crowdfunding*, ovvero all'investimento in capitale di rischio da parte di soggetti non qualificati per mezzo della rete, rappresenta un ulteriore passo di apertura rispetto alla condizione, già di per sé singolare, se paragonata al diritto societario comune, delle start up innovative in generale.

Per le start up, infatti, la possibilità di creare diverse categorie di quote anche in deroga all'art. 2468, secondo e terzo comma, appiattisce sotto questo profilo il tipo s.r.l. sul modello della s.p.a.<sup>26</sup> e si pone in contrasto con il principio, esplicitato nella Relazione di accompagnamento alla riforma del diritto societario, secondo cui è "*coerente con le caratteristiche personali del tipo societario della s.r.l. (...) non prevedere la*

---

<sup>24</sup> Inoltre le quote possono essere oggetto di offerta al pubblico di strumenti finanziari in deroga all'art. 2468, primo comma, (art. 26, quinto comma) e, infine, è data la possibilità di emettere strumenti finanziari (art. 26, settimo comma); in argomento, rinvio a G. MARASÀ, *cit.* (nt. 9), p. 1086.

<sup>25</sup> Sull'applicazione dell'*equity based crowdfunding* nei casi non espressamente disciplinati nel decreto crescita, rinvio a M. PINTO, *L'equity based crowdfunding in Italia al di fuori delle fattispecie regolate dal "Decreto Crescita"*, in *Le società*, 7/2013, p. 818. Si osserva, a tale proposito, che l'art. 23, primo comma, lett. b) del regolamento Consob sanziona lo svolgimento di attività di facilitazione della raccolta del capitale di rischio in assenza delle condizioni indicate nell'art. 24, ovvero per conto di società diverse dalle start up innovative, comprese le start up a vocazione sociale, come definite dall'art. 25, commi 2 e 4 del decreto, con la radiazione dal registro dei gestori.

<sup>26</sup> *L'impresa start up innovativa*, circolare Assonime n. 11/2013, reperibile in *Riv. Soc.*, 4/2013. Lo stesso legislatore, nell'ambito della Relazione di accompagnamento al disegno di legge di conversione del d.l. n. 179/2012, ha affermato che si sono voluti estendere alle s.r.l. start up innovative istituti proprie della s.p.a.

*possibilità di categorie di quote, che implicherebbe una loro oggettivizzazione e, quindi, una perdita del collegamento con la persona del socio”.*

Va, però, ricordato che l'appena descritto fenomeno di avvicinamento tra i tipi s.p.a. e s.r.l. è solo parziale, in quanto nella start up innovativa in generale, e quindi anche nel sottoinsieme rappresentato dalle società che ricorrono *all'equity based crowdfunding*, la possibile categorizzazione delle quote non implica per necessità la standardizzazione di tutte le partecipazioni sociali alla stregua di ciò che accade per la s.p.a.: la categorizzazione delle quote può riguardare solo quella parte del capitale destinata ai “soci investitori”, ovvero a coloro che investono in capitale di rischio e ottengono partecipazioni che attribuiscono diritti indipendenti dall'identità del socio cui spettano, con la compresenza di “soci imprenditori”, anche dotati di “particolari diritti” ex art. 2468, terzo comma<sup>27</sup>.

In particolare, nel caso della società che ricorre al *crowdfunding* per il collocamento delle proprie partecipazioni, le opzioni appena descritte consentono di consolidare la posizione dei fondatori, quali soci imprenditori, eventualmente dotati di diritti particolari inerenti alla persona del socio e, contestualmente, di creare una o più categorie di partecipazioni dotate della fisionomia più adatta, in termini di diritti e prerogative, per la sottoscrizione tramite portale<sup>28</sup>. Le due serie di “diritti speciali” così istituiti, quelli inerenti alla persona del socio e i diritti riferibili alla titolarità di una speciale categoria di quote, presentano una

---

<sup>27</sup> Così P. SPADA – M. MALTONI, *cit.* (nt. 11), p. 579. La medesima dottrina, allorché una decisione dei soci possa pregiudicare i diritti di una categoria di quote unitarie, propone l'applicazione analogica dell'art. 2376, in materia di assemblee speciali nelle s.p.a.. La norma contenuta nell'art. 2468, quarto comma, che richiede il consenso unanime, invece, si applica ai diritti del socio e non al contenuto “diversificato” della categoria di quote unitarie: si prospetta, così, la possibilità di un doppio regime coesistente, riflesso della coesistenza di soci imprenditori e soci meri investitori.

<sup>28</sup> La dicotomia tra la figura e il ruolo dei fondatori e quella degli investitori in capitale di rischio, che come si mostrava, può essere accentuata per il tramite dell'autonomia statutaria e che impone di analizzare il fenomeno dal punto di vista del sottoscrittore di partecipazioni *crowdfunded*, è ravvisabile anche in situazioni diverse dal collocamento tramite portale. Lo stesso art. 26, quinto comma, del Decreto Crescita *bis*, infatti, consente che le quote di partecipazione in start up innovative costituite in forma di s.r.l siano oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari *anche* attraverso portali *on line*; il *crowdfunding*, dunque, è solo una delle forme di intermediazione nel collocamento di partecipazioni, in particolare è una forma per la quale la legge prevede specifici oneri informativi e obblighi di comportamento semplificati nell'ambito di un regime di eccezione (*safe harbor*); si veda l'art. 100 *ter* T.U.F., introdotto dall'art. 30, terzo comma, d.l. n. 179/2012; la norma è riferita alle sole “offerte al pubblico condotte esclusivamente attraverso uno o più portali” e contempla solo le offerte “di sottoscrizione” di strumenti finanziari emessi dalle start up innovative, per un corrispettivo inferiore a quello determinato dalla Consob ai sensi dell'art. 100, primo comma, lett. c (da ultimo con deliberazione n. 70/2010).

connotazione differente, così che non risulta legittima l'offerta al pubblico di partecipazioni dotate di particolari diritti ai sensi dell'art. 2468 terzo comma<sup>29</sup>, ma solo l'offerta al pubblico di speciali categorie di quote<sup>30</sup>.

Ponendosi nello specifico punto di osservazione del sottoscrittore di partecipazioni *crowdfunded*, si analizzano ora le forme di tutela destinate dal legislatore a controbilanciare l'avvenuta facilitazione della raccolta del capitale di rischio da parte delle start up innovative.

##### 5. La tutela del sottoscrittore e i diritti di informazione.

Il *Jobs Act* apporta una serie di modifiche al *Securities Act* del 1933 e al *Securities Exchange Act* del 1934, con l'espressa finalità di facilitare l'accesso al mercato dei capitali alle società di piccole dimensioni. A tutela del sottoscrittore sono posti limiti all'investimento<sup>31</sup>, ma soprattutto si impone un onere di specifica informazione relativa ai soci di controllo (*the name and ownership level of each existing shareholder who owns more than 20 percent of any class of the securities of the issuer*<sup>32</sup>) e ai rischi della condizione

---

<sup>29</sup> Così P. SPADA – M. MALTONI, *cit.* (nt. 11), p. 579. La norma contenuta nell'art. 2468, quarto comma, che richiede il consenso unanime, invece, si applica ai diritti del socio e non al contenuto "diversificato" della categoria di quote unitarie: si prospetta, così, la possibilità di un doppio regime coesistente, riflesso della coesistenza di soci imprenditori e soci meri investitori. Per la necessaria unanimità dei consensi per la modifica in senso soggettivo dei diritti particolari, ovvero per il trasferimento della partecipazione cui essi sono collegati, rinvio a G. ZANARONE, "Della società a responsabilità limitata", in *Il Codice Civile, Commentario fondato da P. Schlesinger e diretto da F.D. Busnelli*, Giuffrè, Milano, 2010, I, p. 533; P. SPADA, *Classi e tipi di società dopo la riforma organica (guardando alla "nuova" società a responsabilità limitata)*, in *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, a cura di G. Cian, Cedam, Padova, 2004, p. 45; O. CAGNASSO, *La società a responsabilità limitata*, in *Trattato di dir. comm.*, diretto da G. Cottino, V, Cedam, Padova, 2007, p. 138.

<sup>30</sup> La deroga all'art. 2468, primo comma, (art. 26, quinto comma) apre decisamente alla possibilità di emettere categorie speciali di partecipazioni – ipotesi già presa in considerazione dalla dottrina, cfr. M. NOTARI, *Diritti "particolari" dei soci e categorie "speciali" di partecipazioni*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2003, p. 325 ss. e L. DI NELLA, *Natura e divisibilità delle quote di partecipazione*, in *S.r.l. commentario*, dedicato a G.B. Portale, a cura di A. Dolmetta e G. Presti, Giuffrè, Milano, 2011, p. 275 – e, in particolare, di categorie standardizzate di quote.

<sup>31</sup> *Jobs Act*, sec. 302. *crowdfunding exemption: (omissis) "(B) the aggregate amount sold to any investor by an issuer, including any amount sold in reliance on the exemption provided under this paragraph during the 12-month period preceding the date of such transaction, does not exceed – "(i) the greater of \$2,000 or 5 percent of the annual income or net worth of such investor, as applicable, if either the annual income or the net worth of the investor is less than \$100,000; and "(ii) 10 percent of the annual income or net worth of such investor, as applicable, not to exceed a maximum aggregate amount sold of \$100,000, if either the annual income or net worth of the investor is equal to or more than \$100,000; "(C) the transaction is conducted through a broker or funding portal that complies with the requirements of section 4A(a); and "(D) the issuer complies with the requirements of section 4A(b)."*

<sup>32</sup> *Jobs Act*, sec. 301.

di minoranza<sup>33</sup> ((the) *description of how the exercise of the rights held by the principal shareholders of the issuer could negatively impact the purchasers of the securities being offered*)<sup>34</sup>. Siffatte regole esigono che gli intermediari mettano a disposizione le informazioni che consentano alla platea dei potenziali sottoscrittori di decidere consapevolmente in merito all'investimento.

Una forma di tutela analoga, fondata su precisi obblighi di *disclosure*, è predisposta nel regolamento Consob. L'art. 15, infatti, impone al gestore del portale di fornire agli investitori *in forma sintetica e facilmente comprensibile* le informazioni relative alle caratteristiche dell'investimento, quali ad esempio il rischio di perdita del capitale sottoscritto, il rischio illiquidità e il divieto di distribuzione degli utili. Acquisiscono anche nel nostro ordinamento specifica rilevanza le informazioni relative ai soci di controllo, dato che, come si avrà modo di considerare in seguito, il trasferimento dello stesso è condizione sospensiva per l'esercizio del diritto di co-vendita o di recesso necessariamente previsti nell'atto costitutivo della società che ricorre all'*equity based crowdfunding* (art. 24, comma 1, lett. a); sono altresì rilevanti le informazioni relative ai patti parasociali, che devono essere comunicati alla società e pubblicati nel sito internet dell'emittente, secondo una regola, l'art. 24, comma 1, lett. b), la quale a sua volta evoca quanto disposto dall'art. 2341 *ter*, primo comma, in tema di pubblicità dei patti parasociali nelle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio<sup>35</sup>.

Gli obblighi di *disclosure* non garantirebbero alcuna efficacia, naturalmente, se non vi fosse una pronta reazione a fronte del comportamento omissivo o, comunque, reticente dei soggetti cui il dovere di informazione compete. Ponendoci dal punto di vista del sottoscrittore, la reazione all'inadempimento va a caratterizzare l'obbligo informativo a carico dei diversi soggetti coinvolti: così accade che, nel *Jobs Act*, sia prevista per il sottoscrittore una *action against an issuer (omissis) to recover the consideration paid for such security with interest thereon, less the amount of any income received thereon, upon the tender of such security, or for damages if such person no longer owns the security*. Si noti che la definizione di *issuer*,

---

<sup>33</sup> JENG, *The JOBS Act: Rule 506, Crowdfunding, and the Balance between Efficient Capital Formation and Investor Protection*, in [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2238624](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2238624).

<sup>34</sup> "(omissis) *the risks to purchasers of the securities relating to minority ownership in the issuer, the risks associated with corporate actions, including additional issuances of shares, a sale of the issuer or of assets of the issuer, or transactions with related parties*": *Jobs Act*, sec. 301.

<sup>35</sup> In argomento, rinvio a V. DONATIVI, *Sub art. 2341 bis e 2341 ter*, in *Società di capitali, Commentario* a cura di G. Niccolini e A. Stagno D'Alcontres, I, Jovene, Napoli, 2004, p. 155 ss.; M. LIBERTINI, *I patti parasociali nelle società non quotate. Un commento agli articoli 2341 bis e 2341 ter del codice civile*, in *Il nuovo diritto delle società, Liber amicorum Gian Franco Campobasso* diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, 4, U.T.E.T., Torino, 2006, p. 463.

cioè del soggetto passibile di responsabilità nei confronti del sottoscrittore, è estremamente ampia, in quanto include *any person who is a director or partner of the issuer, and the principal executive officer or officers, principal financial officer, and controller or principal accounting officer of the issuer (and any person occupying a similar status or performing a similar function) that offers or sells a security in a transaction exempted (...) and any person who offers or sells the security in such offering*<sup>36</sup>.

Diversamente, le forme di reazione previste nel regolamento Consob risultano maggiormente limitate e “definite” in punto di soggetti passibili di essere coinvolti. Il sistema si basa su un complesso di strumenti a tutela, indiretta e diretta, del sottoscrittore.

La tutela indiretta è rappresentata dal perfezionamento dell'operazione *a condizione* che almeno il 5% dell'ammontare degli strumenti finanziari emessi sia sottoscritto da investitori professionali o da fondazioni bancarie o da incubatori di start up innovative (art. 24, secondo comma, regolamento Consob)<sup>37</sup>; tali investitori *qualificati* dovrebbero, così facendo, sancire nei fatti (ovvero con un investimento non irrilevante) *l'affidabilità dell'operazione*.

La tutela diretta consiste, invece, in un complesso di strumenti che si articolano, nella fase della sottoscrizione, in diritti di revoca della proposta e di recesso dall'ordine di adesione. L'art. 13, secondo comma, attribuisce agli investitori non professionali il diritto di recedere dall'ordine di adesione, senza alcuna spesa e tramite una comunicazione al gestore entro sette giorni dalla data dell'ordine: tale diritto si configura quale “diritto di pentimento” finalizzato ad evitare che il sottoscrittore rimanga vincolato a scelte avventate, specialmente in ragione della facilità con cui è possibile effettuare tali ordini *on line*<sup>38</sup>. La revoca è, invece, prevista quando, tra il momento dell'adesione all'offerta e quello in cui l'offerta è chiusa, sopravvenga un fatto nuovo o sia rilevato un errore materiale *determinante* concernente le informazioni esposte sul portale e può essere esercitato entro sette giorni dalla data in cui le nuove informazioni sono state portate a conoscenza degli investitori (art. 25,

---

<sup>36</sup> Jobs Act, sec. 302, *Crowdfunding exemption*.

<sup>37</sup> La norma, che è stata oggetto di critiche da parte dei primi commentatori (G. MOSCA, *Start up, via libera al regolamento del crowdfunding, ecco cosa cambia, Il Sole 24Ore*, 12 luglio 2013) perché accusata di rendere incerta l'operazione sulla base di un impegno, da parte dei soggetti qualificati, non dotato di reale efficacia: l'investitore *sponsor* sottoscrive le quote, così indirettamente avallando la bontà dell'operazione, ma nulla impedisce che lo stesso rivenda le medesime partecipazioni non appena avvenuto il consolidamento.

<sup>38</sup> Tale disposizione evoca il diritto di pentimento sancito dal Codice del Consumo all'art. 67 *duodecies*, che sospende l'efficacia del contratto per la durata di quattordici giorni, decorrenti alternativamente dalla data di conclusione del contratto o dalla data in cui il cliente riceve l'informativa sulle condizioni contrattuali, se successiva. In questo periodo di sospensione, il consumatore può recedere senza fornire alcun motivo e senza penali.

secondo comma, regolamento Consob)<sup>39</sup>. In entrambi i casi, di revoca e di recesso dell'ordine di adesione, diversamente da quanto accade nell'ordinamento statunitense non si registra il coinvolgimento della responsabilità di diversi soggetti (quali, come si ricordava, l'emittente o gli *officers* che, tramite l'emittente, hanno collocato le partecipazioni); il nostro ordinamento, complice l'estrema brevità dei termini per l'esercizio di tali diritti, si limita ad equiparare l'esercizio dei diritti di recesso e di revoca al caso di mancato perfezionamento dell'offerta, così facendo tornare nella piena disponibilità degli investitori i fondi relativi alla provvista necessaria al perfezionamento degli ordini di adesione, provvista a sua volta costituita nel conto indisponibile intestato all'emittente acceso presso le banche o le imprese di investimento cui sono trasmessi gli ordini (art. 25, terzo comma, regolamento Consob).

#### 6. *Le modifiche (espresse) al diritto comune societario.*

Come prevede il regolamento Consob (art. 24, primo comma, in tema di diritto di recesso o di covendita per il caso di trasferimento del controllo), l'accesso al *crowdfunding* impone alla società la composizione interna, per il tramite dell'autonomia statutaria, di alcuni dei possibili conflitti di interessi tra i diversi soci – i soci di controllo, e quindi molto probabilmente i fondatori, e i soci sottoscrittori di partecipazioni *crowdfunded*. Rispetto alle start up innovative, e alle società che ricorrono al mercato del capitale di rischio in generale, per le società che si affidano all'*equity based crowdfunding* si prefigura una sorta di "scalino", certamente di origine statutaria (come l'art. 24 del regolamento Consob rende ben evidente), ma comunque reso necessario dal legislatore<sup>40</sup>.

I possibili conflitti di interessi che la norma appena citata mira a prevenire e comporre attengono all'ipotesi in cui una parte dei soci, dopo un'operazione di *crowdfunding*, decida di trasferire a terzi, non qualificati, il controllo della società: in tale ipotesi una clausola statutaria inserita quale condizione di accesso all'operazione consente ai soci estranei al controllo di recedere o di far valere un diritto di co-vendita. Il legislatore lascia all'autonomia statutaria il compito di indicare con la dovuta precisione i termini e le modalità concrete di esercizio dei diritti, sia che si opti per l'obbligo di co-vendita delle partecipazioni, sia che la scelta ricada sul diritto di recesso.

---

<sup>39</sup> La disposizione è analoga, benché il termine sia molto più breve (due giorni) a quella prevista per la sollecitazione del pubblico risparmio, quando siano mutate le informazioni o le condizioni inizialmente riportate nel prospetto informativo (art. 95 *bis* T.U.F.).

<sup>40</sup> Benché in sede regolamentare e come condizione di accesso ad una normazione agevolativa di settore.

In particolare, nel caso di co-vendita, il trasferimento del controllo comporta il diritto dei soci diversi dagli alienanti di vendere contestualmente, a loro volta, le partecipazioni possedute; la norma non dà alcuna indicazione in merito alla concreta fisionomia della clausola di co-vendita necessaria per l'accesso all'*equity based crowdfunding*; non si evince direttamente, ad esempio, quali condizioni debbano essere poste per il caso in cui il socio eserciti l'opzione di vendita: se sia necessaria, per il rispetto della norma e l'accesso all'operazione, la parità di condizioni rispetto al trasferimento, oppure se sia possibile determinare statutariamente condizioni diverse. A tale proposito, un orientamento coerente con la complessiva *ratio* della disposizione si rivela quello di esigere che le condizioni di vendita siano le medesime del trasferimento del controllo, così da assicurare ai sottoscrittori di partecipazioni nell'ambito di un'operazione tramite portale il medesimo ritorno economico dei soci fondatori.

La necessità di rendere realmente efficace la clausola imposta dal regolamento Consob a tutela dei sottoscrittori di partecipazioni *crowdfunded* per il caso di trasferimento del controllo discende dalla rilevanza che l'identità dei soci di controllo ricopre nella decisione di investimento in capitale di rischio. Nell'ordinamento statunitense, una fondamentale forma di tutela per i sottoscrittori è rappresentata dalla conoscenza dell'identità dei soci di controllo e dell'identità di ogni socio che detenga più del 20% di ciascuna classe di partecipazioni dell'emittente<sup>41</sup>; nel nostro ordinamento, la rilevanza per i sottoscrittori dell'identità di chi "crede nell'operazione" emerge sia dall'obbligo di prevedere un diritto di co-vendita o di recesso per il caso di trasferimento del controllo<sup>42</sup>, sia dalla già menzionata condizione posta dall'art. 24, secondo comma, a mente della quale almeno il 5% degli strumenti finanziari offerti tramite portale<sup>43</sup> devono essere sottoscritti da investitori professionali o fondazioni bancarie o incubatori di start up innovative. L'impressione è, dunque, che il legislatore confidi maggiormente nella "attrattiva" che da un determinato gruppo di soggetti può promanare, in termini di serietà e di capacità imprenditoriali, piuttosto che nella completezza delle informazioni date e nella capacità diffusa di valutare rischi e benefici dell'investimento; il venir meno del controllo da parte dei

---

<sup>41</sup> Jobs Act, sec. 301.

<sup>42</sup> A ciò si aggiunge il già ricordato obbligo di comunicare alla società e di pubblicare sul sito dell'emittente i patti parasociali (art. 24, primo comma, lett. b, regolamento Consob), i quali normalmente hanno effetti sostanziali sugli assetti proprietari.

<sup>43</sup> Il riferimento agli strumenti finanziari è esplicitato nell'art. 2 (definizioni) del regolamento Consob, in quanto al primo comma, lett. h si stabilisce che gli "*strumenti finanziati sono le azioni o le quote rappresentative del capitale sociale previste dal decreto, emesse dalle start up innovative, oggetto delle offerte al pubblico condotte attraverso portali*".

soggetti che hanno ingenerato tale *affidamento* è, dunque, preso in considerazione dal legislatore in termini di tutela dei sottoscrittori non qualificati, i quali potranno vedere realmente tutelati i propri diritti se e in quanto la clausola di co-vendita garantisca loro non tanto condizioni di vendita di mercato – data la difficoltà di individuare un valore di mercato per le partecipazioni di cui si discute –, quanto piuttosto le medesime condizioni praticate per il trasferimento del controllo<sup>44</sup>.

La soluzione prospettata dipende dall’oggettiva difficoltà di individuare un valore di mercato delle partecipazioni di una start up innovativa, in assenza di un mercato secondario. Nell’ordinamento statunitense, ad esempio, vi sono espresse restrizioni alla vendita, in quanto le partecipazioni sottoscritte a seguito di *equity based crowdfunding* “*may not be transferred by the purchaser of such securities during the 1-year period beginning on the date of purchase*”<sup>45</sup>. Per quanto riguarda le start up innovative in generale, il Decreto Crescita *bis* vieta la quotazione sui mercati regolamentati o su sistemi multilaterali di negoziazione delle azioni o quote rappresentative del capitale sociale (art. 25, secondo comma), pertanto i sottoscrittori subiscono sia il rischio di perdere l’intero capitale investito, sia il rischio rappresentato dalla “illiquidità” dell’investimento, posto che, inizialmente, e almeno finché la società mantiene la qualifica di start up innovativa, non esiste un “mercato secondario” sul quale scambiare gli strumenti sottoscritti<sup>46</sup>.

In alternativa all’introduzione di una clausola di co-vendita, il regolamento Consob (art. 24, primo comma) consente il riconoscimento di una causa convenzionale di recesso, sempre per il caso di trasferimento del controllo a terzi diversi dagli investitori professionali, dalle fondazioni bancarie e dagli incubatori di start up innovative. Per i sottoscrittori non qualificati anche il diritto di recesso, la cui concreta attuazione in termini di modalità e tempi è affidata, come nel caso della co-vendita,

---

<sup>44</sup> In tali circostanze, il diritto di co-vendita è volto a fare in modo che il piccolo investitore non qualificato possa beneficiare dell’eventuale operazione di cessione del controllo societario, facendo in modo che il nuovo socio entrante sia tenuto a comprare anche le quote del socio di minoranza, se questo lo richiede. I soci di controllo, per parte loro, patiscono un onere, dal quale dipende la possibilità di alienare la propria partecipazione.

<sup>45</sup> Jobs Act, sec. 302. Specifiche deroghe al divieto sono previste per il caso in cui le partecipazioni siano trasferite, ad esempio, all’emittente, ad un *accredited investor* o ad un membro della famiglia del sottoscrittore per il caso di morte o divorzio del sottoscrittore stesso o altre simili circostanze.

<sup>46</sup> A cui si aggiunge il fatto che il Decreto Crescita *bis*, disponendo il divieto di distribuzione di utili alle start up innovative, assicura un’auspicabile patrimonializzazione dell’impresa e, dunque, la sua crescita, ma dal punto di vista del sottoscrittore si realizza l’esclusione da ogni partecipazione alla ricchezza prodotta, eccetto che per l’accrescimento (eventuale) del valore della propria partecipazione.

all'autonomia statutaria e alla successiva valutazione da parte del gestore al fine dell'ammissione dell'offerta sul portale, trova giustificazione nella necessità che coloro che partecipano quali meri investitori ad un'operazione di *crowdfunding* non siano tenuti a subire passivamente il trasferimento del controllo societario da parte dei soci che controllavano l'emittente al momento della sottoscrizione dell'offerta.

Il diritto di recesso, come si è visto per la co-vendita, pone la questione relativa alla concreta modulazione del diritto e, segnatamente, ai criteri per la determinazione del valore delle partecipazioni in ordine alle quali il diritto di recesso è esercitato. L'art. 25, terzo comma, sembrerebbe, ad una prima fugace lettura, predeterminare tale valore a favore dei sottoscrittori non qualificati, nella misura della provvista necessaria per il perfezionamento dell'ordine, accomunando così le regole in materia di mancato perfezionamento dell'ordine, revoca e recesso dall'ordine di adesione ex art. 13, secondo comma, regole che comportano l'uscita dall'operazione, per pentimento o per altra causa, senza spese o oneri per il sottoscrittore. Una simile comunanza di disciplina non è però prospettabile e, *re melius perpensa*, si può ritenere che il recesso per il trasferimento del controllo, trasferimento che può avvenire anche a mesi o anni di distanza dall'offerta, segua regole proprie anche con riferimento alla determinazione del valore delle partecipazioni; la semplice restituzione della provvista può valere a tutela del sottoscrittore nella fase dell'adesione all'offerta, ma con riferimento all'esercizio del diritto di recesso dalla società comporterebbe la sostanziale assoluta esclusione del socio receduto dalla partecipazione alle perdite, con la conseguente violazione del patto leonino.

Resta, quindi, la necessità di individuare quali criteri di determinazione del valore delle partecipazioni del sottoscrittore siano idonei a soddisfare la condizione di ammissione all'operazione di *crowdfunding* posta dall'art. 24 del regolamento Consob: una valutazione convenzionale eccessivamente sfavorevole per il recedente potrebbe, nella sostanza, vanificare la disposizione di rango regolamentare e persino giustificare, di conseguenza, la mancata ammissione all'operazione di collocamento<sup>47</sup>.

Data la difficoltà di determinare il valore di mercato delle partecipazioni in una start up innovativa, e di determinare lo stesso valore di mercato dell'impresa in questa delicata fase iniziale, valore che

---

<sup>47</sup> I diritti di recesso o di co-vendita devono essere garantiti per tutto il periodo in cui la società conserva lo status di start up innovativa o di start up a vocazione sociale (art. 25, secondo e quarto comma del Decreto Crescita *bis*) e comunque per almeno tre anni dalla conclusione dell'offerta; il termine minimo di tre anni dall'offerta consente di evitare il caso in cui i soci di controllo siano tentati dal rinunciare allo status di start up innovativa per trasferire il controllo senza oneri statuari.

potrebbe essere colpito da perdite (anzi, l'eventualità è assai probabile e ad essa è dedicata la specifica disciplina in deroga agli artt. 2446 e 2447 per le s.p.a. e 2482 *bis* e 2482 *ter* per le s.r.l., art. 26, primo comma, d.l. n. 179/2012), o al contrario potrebbe essere enormemente cresciuto, la strada che i soci fondatori possono correttamente percorrere nella predeterminazione dei criteri di valutazione delle partecipazioni passa per la facoltà, consentita dal quarto comma dell'art. 2437 *ter*, in materia di s.p.a., di stabilire criteri *diversi*, indicando gli elementi dell'attivo e del passivo di bilancio che possono essere rettificati rispetto ai valori risultanti dal bilancio, unitamente ai criteri di rettifica e agli altri elementi da tenere in considerazione, purché suscettibili di valutazione patrimoniale<sup>48</sup>.

In ogni caso, la determinazione non equa del valore dell'*exit*, con la conseguente "inservibilità" del relativo diritto, non è concessa all'autonomia statutaria, pena la non ammissione della società all'operazione di *crowdfunding*. La questione, in particolare, merita di essere rivista dal legislatore: sulle clausole rese necessarie dall'art. 24, infatti, dovrà essere effettuata una valutazione da parte del gestore ai fini dell'ammissione all'operazione di *crowdfunding*, valutazione che si aggiunge al controllo di legittimità del notaio; tuttavia, la disciplina dettata in sede regolamentare non dà specifiche indicazioni sul contenuto concreto delle clausole e sembra lasciare totale libertà all'autonomia statutaria, con la conseguente mancanza di tutela per le ragioni del sottoscrittore di partecipazioni *crowdfunded*, il quale potrebbe trovarsi di fronte a disposizioni pattizie formalmente legittime, ma tali da frustrare la tutela dello stesso, mediante condizioni di esercizio del diritto di recesso eccessivamente stringenti o penalizzanti.

Uno degli aspetti di maggiore delicatezza, specialmente se ci si pone dal punto di osservazione del sottoscrittore non qualificato di partecipazioni *crowdfunded*, attiene all'esatta individuazione del significato della locuzione "trasferimento del controllo", quale condizione per l'esercizio dei diritti di *exit*. Come si diceva, l'uscita dei soci di controllo è ritenuta rilevante a mente dell'*affidamento* nelle specifiche capacità imprenditoriali di determinati soggetti, giudicati capaci, direttamente o per il tramite dei loro componenti, nel caso di persone giuridiche, di generare innovazione tecnologica; la scelta di rendere rilevanti i cambi di controllo è coerente con l'approccio culturale che ha generato il fenomeno del *crowdfunding*, fondato sul sostegno di una collettività nei confronti di un'iniziativa, un'idea o un progetto, i quali hanno una paternità o un'origine che necessariamente li caratterizza.

L'individuazione del preciso significato della locuzione "trasferimento del controllo" è, comunque, facilitata dalla presenza di una

---

<sup>48</sup> La questione, in realtà, coinvolge anche gli altri casi legali o convenzionali di recesso.

delle tante norme definitorie nel regolamento Consob, il quale all'art. 2, lett. f) definisce il "controllo" come l'ipotesi in cui un soggetto, persona fisica o giuridica, ovvero più soggetti congiuntamente, dispongano, direttamente o indirettamente, anche tramite patti parasociali, della maggioranza dei voti esercitabili nell'assemblea ordinaria, ovvero dispongano dei voti sufficienti per esercitare un'influenza dominante nell'assemblea ordinaria. Dunque, acquisisce rilievo non tanto l'entità dell'investimento (maggioranza del capitale sociale), quanto piuttosto la partecipazione ai processi decisionali (maggioranza dei voti nell'assemblea ordinaria); d'altra parte, il riferimento all'assemblea ordinaria porta a considerare tutte le materie che, in una s.p.a., sono attribuite alla competenza dell'organo dall'art. 2364, quali l'approvazione del bilancio e la nomina degli amministratori.

Si ha, pertanto, trasferimento del controllo nel caso di vendita di partecipazioni che, per l'ammontare del capitale rappresentato, comporti l'attribuzione della maggioranza dei voti ad un nuovo soggetto o ad un nuovo gruppo di controllo. Il controllo, tuttavia, come evidenzia la stessa norma definitoria, è influenzato dalla presenza eventuale di patti parasociali, i quali non a caso devono essere comunicati e pubblicizzati sul sito della società come previsto dall'art. 24, comma 1, lett. b) al fine dell'ammissione all'offerta sul portale. Può, quindi, verificarsi la condizione del trasferimento del controllo, con il conseguente diritto di *exit*, anche nel caso in cui, ferma restando la proprietà delle rispettive partecipazioni, i soci aderenti al patto parasociale modifichino o estinguano il patto, oppure anche costituiscano un nuovo patto parasociale con effetti diretti sul funzionamento dell'assemblea ordinaria<sup>49</sup>.

L'interpretazione proposta è coerente con la *ratio* della norma regolamentare che, nell'imporre la predisposizione di una specifica clausola convenzionale di recesso o di co-vendita per il caso di trasferimento del controllo, va a tutelare l'interesse del sottoscrittore alla (almeno triennale) stabilità del controllo e contestualmente va a penalizzare, per mezzo della clausola statutaria e dunque secondo le modalità pattuite, chi detiene il controllo al momento dell'operazione di *crowdfunding* e se ne disfa in tempi relativamente brevi.

---

<sup>49</sup> Per il caso in cui la start up innovativa sia una cooperativa occorre inoltre tenere a mente che l'art. 2538 prevede che ciascun socio cooperatore abbia un voto, con l'eccezione delle persone giuridiche, per le quali il terzo comma prevede la possibilità dell'attribuzione di più voti, in numero non superiore a cinque, in relazione all'ammontare della quota o al numero dei loro membri, sempre che il voto plurimo sia idoneo a determinare un predominio, anche potenziale e per singola assemblea, dei soci cooperatori.

Ulteriori questioni si pongono non appena si guardi oltre la stretta definizione di controllo adottata dalla norma definitoria appena citata. La maggioranza dei voti nell'assemblea ordinaria o l'influenza dominante possono rimanere formalmente invariati e sempre riferibili al medesimo soggetto<sup>50</sup>, ma può essere trasferito il controllo del controllante, oppure ancora può intercorrere tra la società controllante e un'altra società un contratto che autorizzi all'esercizio di attività di direzione e coordinamento, oppure può essere presente nello statuto una clausola che impegna in tale senso (art. 2497 *sexies*). La rilevanza data dalla legislazione in materia start up innovative alla conoscibilità dei patti parasociali non consente un'interpretazione dell'art. 25 del regolamento Consob tale da imporre la predisposizione di una clausola convenzionale di recesso relativa alle (diverse) vicende inerenti l'attività di direzione e coordinamento, con la conseguenza che la tutela dei soci estranei a tale attività passa per il diritto societario comune, ovvero tramite l'applicazione della norma contenuta nell'art. 2497 *quater*. Dunque, quando si realizzi l'inizio o la cessazione di un'attività di direzione e coordinamento e sussistano le condizioni richieste dal primo comma, lett. c) della norma citata, il socio può recedere.

#### 7. Le ricadute implicite sulla disciplina codicistica.

Le regole dettate per l'accesso al *crowdfunding* da parte di una società start up delineano la figura del sottoscrittore di strumenti finanziari - e segnatamente di quote e partecipazioni azionarie<sup>51</sup> - quale soggetto, persona fisica o giuridica, del tutto estraneo alla gestione della società e, per espressa previsione normativa, titolare di un investimento necessariamente contenuto (nel massimo di 500 euro per la persona fisica). L'apertura della società a siffatte forme di investimento costituisce

---

<sup>50</sup> Si ricorda che con il d.l. 28 giugno 2013, n. 76, convertito con modificazioni dalla L. 9 agosto 2013, n. 99 è venuto meno il requisito previsto dall'art. 25, secondo comma, lett. a), il quale richiedeva che la maggioranza delle quote e delle azioni rappresentative del capitale sociale e dei diritti di voto nell'assemblea ordinaria dei soci fossero detenute da persone fisiche (art. 9, comma 16).

<sup>51</sup> Il riferimento alla "raccolta del capitale di rischio" contenuto nell'art. 30 del d.l. n. 179/2012 è da intendersi nel caso in esame come limitato ai veri e propri conferimenti, con esclusione di quegli apporti che, pur non essendo tecnicamente conferimenti e conseguentemente non confluendo nel capitale sociale, rientrano in senso lato nel capitale di rischio in quanto sopportano in modo pieno il rischio di perdita del valore apportato: si pensi agli strumenti finanziari partecipativi che possono essere emessi da tutte le s.p.a. e dalle s.r.l. che abbiano la qualifica di start up. In questo senso, come si è avuto già occasione di precisare (nota 43), si esprime la norma definitoria contenuta nell'art. 2, primo comma, lett. h) del regolamento Consob: "strumenti finanziati sono le azioni o le quote rappresentative del capitale sociale previste dal decreto, emesse dalle start up innovative, oggetto delle offerte al pubblico condotte attraverso portali".

un'importante novità negli equilibri endosocietari ed impone di valutare se la presenza di questi soci possa determinare un'alterazione dei rapporti interni e possa richiedere un rafforzamento dei tradizionali strumenti di tutela o l'introduzione di forme innovative di salvaguardia degli interessi rilevanti. In definitiva, ci si chiede se l'accesso ad operazioni di *equity based crowdfunding* implichi modificazioni al diritto comune societario, modificazioni al momento ancora inespresse a livello normativo.

Un indizio in tale direzione è facilmente reperibile nel rapporto *Restart Italia!*<sup>52</sup> che, in tema di diritti dei *crowdfunder* non si limita a prospettare soglie massime di investimento in capitale di rischio, ma propone una specifica attenzione ai diritti economici in cambio della "rimozione del voto in assemblea", oppure ancora, per salvaguardare gli interessi della categoria in potenziale conflitto con i soci di controllo, il ricorso a veicoli di investimento all'interno della startup da finanziare, i quali riuniscano tutti i soci *crowdfunder* in una "unica entità legale". La soluzione pratica a possibili contrasti passa, naturalmente, per il tramite dell'autonomia statutaria e, segnatamente, per la già prospettata possibilità di ricorrere a classi di partecipazioni: categorie di quote o di azioni per i sottoscrittori di partecipazioni *crowdfunded* e, per il gruppo di controllo, quote dotate di particolari diritti inerenti la persona del socio o azioni ordinarie o, forse meglio, *performance share* che possano essere liberate ad un prezzo predeterminato solo nel caso in cui siano raggiunti determinati obiettivi.

Dunque, occorre affrontare il problema relativo all'esistenza (o meno) di un implicito "scalino normativo" tra le società che fanno ricorso al *crowdfunding* e i tipi tradizionali, quale elemento differenziale implicito ricostruibile tramite i principi del modello delineato dal d.l. 179/2012 e dal regolamento Consob. Tale analisi non può prescindere dal dato, condiviso in dottrina, secondo cui il passaggio dal tipo regolato dal diritto comune societario alla start up e alla start up che ricorre alle operazioni di *crowdfunding* non costituisce una trasformazione, pur comportando un rilevante mutamento nella struttura finanziaria della società. Dunque, nonostante la presenza di regole *tipologicamente aliene* rispetto alla corrispondente società di diritto comune, la start up non è un tipo a se stante o ulteriore rispetto ai tipi di diritto comune<sup>53</sup>.

---

<sup>52</sup> <http://www.sviluppoeconomico.gov.it/images/stories/documenti/rapporto-startup-2012.pdf>

<sup>53</sup> Così P. SPADA - M. MALTONI, *cit.* (nt. 11), p. 579, cui si deve l'espressione "regole tipologicamente aliene", con riferimento alla categorizzazione delle quote, all'assimilazione delle quote ai prodotti finanziari, alla possibilità di operazioni su proprie quote e il ricorso a strumenti finanziari partecipativi (art. 26, commi 2-7) nella start up in forma di s.r.l. Si osserva che le regole "tipologicamente aliene" che

Uno degli aspetti che fanno propendere per la non estraneità della start up rispetto al tipo di elezione attiene al fatto che, come appunto rileva la dottrina appena ricordata<sup>54</sup>, le regole eccentriche rispetto al tipo sono applicate in via condizionata e transitoria. Si tratta di regole condizionate all'acquisizione di una determinata qualifica<sup>55</sup> (esenzioni a divieti cui la qualificazione dà diritto di accedere)<sup>56</sup> ed efficaci per un tempo rigorosamente determinato. La condizione eccezionale di cui si tratta, infatti, decorre dall'iscrizione nella sezione speciale, ovvero l'apposita sezione del registro delle imprese (art. 25, comma ottavo, d.l. 179/2012), fino alla cancellazione dalla medesima; cessata la qualifica, perché la società risulta, in un dato tempo, in difetto dei requisiti, o decorsi i previsti quattro anni dalla costituzione (art. 31, quarto comma), tornano ad operare i vincoli all'autonomia statutaria previsti dallo statuto legale, quali, per le s.r.l., il divieto di operazioni sulle proprie partecipazioni e il divieto di "categorizzazione" delle partecipazioni al rapporto sociale. E quando la società ricorre al *crowdfunding*, la disciplina transitoria della start up si arricchisce di un'ulteriore disciplina, a sua volta transitoria e convenzionale, ma al contempo resa necessaria dal regolamento Consob per l'ammissione dell'offerta sul portale<sup>57</sup>.

La caratteristica di transitorietà della disciplina relativa alle start up e al *crowdfunding* non consente, tuttavia di accantonare la questione relativa alle possibili ripercussioni dell'adesione al modello agevolativo e

---

coinvolgono in via temporanea e condizionata le s.r.l. vanno a colpire le più evidenti differenze tra la s.r.l. e la società azionaria.

<sup>54</sup> P. SPADA - M. MALTONI, *cit.* (nt. 11), p. 579.

<sup>55</sup> L'acquisizione della qualifica di start up segue all'adempimento di taluni obblighi, comprensivi dell'autocertificazione che attesti la sussistenza dei requisiti di start up (art. 25, secondo comma, d.l. n. 179/2012) che sfociano nell'iscrizione in una sezione speciale del registro delle imprese, quale adempimento costitutivo per l'applicazione della disciplina di agevolazione, che cesserà qualora la società venga cancellata dalla sezione speciale del registro delle imprese, o per il venir meno dei requisiti di accesso, o per aver ommesso di rinnovare l'autocertificazione e, in ogni caso, decorsi quattro anni dalla data della costituzione (art. 31, quarto comma).

<sup>56</sup> In questo senso G. MARASÀ, *cit.* (nt. 9), p. 1095 e P. SPADA - M. MALTONI, *cit.* (nt. 11), p. 579.

<sup>57</sup> Con la conseguenza che si realizza un modello transitorio nell'ambito di un modello, a sua volta, transitorio. Si ricorda che i diritti di recesso e co-vendita devono essere riconosciuti per tutto il periodo in cui la società dispone della qualifica di start up innovativa o di start up a vocazione sociale e, comunque, almeno per tre anni dalla conclusione dell'offerta, con il conseguente possibile perdurare dei relativi effetti anche dopo la perdita della qualifica di start up. E' anche possibile, perché dipendente dall'autonomia statutaria, che le clausole consentano il diritto di recesso o co-vendita anche successivamente al triennio; tale evenienza pare, però, piuttosto remota, in quanto tali diritti gravano pesantemente sul diritto dei soci di controllo di disporre delle proprie partecipazioni.

transitorio sulla disciplina applicabile e, dunque, impone di analizzare le possibili ricadute implicite sulla disciplina codicistica.

A ciò si aggiunge il dato secondo cui la transitorietà del (dei) modello(i) – start up e società che ricorre al *crowdfunding* – non impedisce che rimangano strascichi sull'organizzazione societaria, grazie all'*ultrattività* di alcune disposizioni eccezionali. La s.r.l. che non disponga più della qualifica di start up, perché abbia perduto le caratteristiche richieste o perché sia decorso il termine di durata quadriennale, continua ad accedere alle deroghe contenute nei commi 2, 3 e 7 dell'art. 26 d.l. 179/2012, così che rimangono valide ed efficaci le clausole già inserite nell'atto costitutivo in virtù di tali deroghe e che hanno consentito, con riferimento ai titoli già emessi: (i) l'emissione di categorie di quote fornite di diritti diversi anche in deroga all'art. 2468, commi secondo e terzo (art. 26, secondo comma); (ii) la creazione di categorie di quote che non attribuiscono diritti di voto o attribuiscono diritti di voto in misura non proporzionale alla partecipazione detenuta o diritti di voto limitati a particolari argomenti o subordinati al verificarsi di condizioni non meramente potestative (art. 26, terzo comma); (iii) l'emissione, a seguito dell'apporto da parte dei soci o di terzi anche d'opera o servizi, di strumenti finanziari forniti di diritti patrimoniali o anche di diritti amministrativi, escluso il voto nelle decisioni dei soci ai sensi degli artt. 2479 e 2479 *bis*<sup>58</sup>. A ciò si aggiunge la possibile *ultrattività* delle clausole che, per le società ammesse al *crowdfunding*, accordano ai soci il diritto di recesso o di co-vendita per il caso di trasferimento del controllo<sup>59</sup>.

Il legislatore si è, evidentemente, preoccupato di non creare eccessivi contraccolpi nella complessa fase dell'*exit* dalla condizione di start up. Tale evoluzione fisiologica, che fa confluire la società verso lo svolgimento "in via ordinaria" della propria attività d'impresa, si può concretamente realizzare tramite diversi percorsi, quali un'operazione di *management buy out*<sup>60</sup>, l'acquisizione da parte di un altro soggetto, la quotazione in borsa o, infine, la liquidazione, da parte dei fondatori, dei soci che sono stati di aiuto nella fase di avvio<sup>61</sup>. Prima della completa adesione al modello codicistico, dunque, permangono rapporti societari e di finanziamento partecipativo destinati ad estinguersi naturalmente, ad

---

<sup>58</sup> La Relazione di accompagnamento al disegno di legge di conversione del d.l. n. 179/2012 indica tali strumenti partecipativi (non imputati a capitale) quali mezzi utili per la diffusione di pratiche di *work-for-equity* attraverso l'assegnazione di strumenti finanziari.

<sup>59</sup> Art. 24, regolamento Consob.

<sup>60</sup> A tale proposito si veda il già citato rapporto *Restart Italia!*

<sup>61</sup> Quali l'incubatore, il *business angel*, il fondo di *venture capital* e i sottoscrittori di partecipazioni *crowdfunded*.

esempio per rimborso o recesso, oppure destinati ad essere assorbiti, come si diceva, nell'ambito di una più complessa operazione di riacquisto.

Nella fase durante la quale la società ha pieno accesso alla qualifica di start up e all'operazione di *crowdfunding*, nonché nella fase successiva di *exit* dalla condizione di start up, durante la quale la società ormai priva della qualifica subisce l'ultrattività delle clausole in deroga al tipo, si verifica un fenomeno, più evidente nelle s.r.l., per il quale a soci *ordinari* si affiancano soggetti che hanno acquisito la qualità di socio a seguito di un investimento in capitale di rischio e che, per la società e per i soci di controllo, hanno rappresentato unicamente un'occasione di reperimento di risorse.

Per le società costituite secondo il tipo s.r.l., in particolare, la contrapposizione tra i sottoscrittori di quote collocate tramite portali e i soci imprenditori è particolarmente evidente e si inserisce in un ambiente normativo in cui il tradizionale divieto di incorporazione delle partecipazioni in titoli di credito risponde al modello in cui si registra la "*presenza tendenzialmente esclusiva (...) di soci imprenditori, in grado come tali di autonomamente predisporre i mezzi di tutela ritenuti più opportuni senza bisogno di affidarsi all'eterotutela dell'ordinamento*". Le norme dettate per il tipo in questione non dispongono degli strumenti atti ad intercettare gli interessi dei titolari di partecipazioni acquistate tramite portali, né tantomeno sono in grado di comporre l'inevitabile conflitto di interessi tra i tradizionali soci imprenditori e coloro che sono stati funzionali all'avvio dell'impresa.

La tendenziale temporaneità della situazione, destinata a cessare al perfezionamento della fase dell'*exit* dalla fase di start up, perfezionamento, che a sua volta può essere più o meno distante in termini cronologici dal momento della cessazione della formale qualifica di start up, non consente di sottostimare la portata del problema, la cui soluzione passa attraverso l'identificazione delle ricadute implicite sulla disciplina codicistica secondo le linee guida date: (i) dall'avvenuta parziale diluizione delle differenze con la s.p.a. - solo parziale, in quanto anche nella start up che ricorre al *crowdfunding* sono presenti soci dotati delle caratteristiche tipologiche proprie di una s.r.l. - ; (ii) dalla valorizzazione del concreto ruolo del socio, il quale può essere titolare di quote dotate di particolari diritti inerenti alla sua persona oppure di una quota di categoria; (iii) dal recupero di soluzioni già conosciute, ma accantonate a seguito della Riforma.

Il temporaneo stemperarsi delle differenze tipologiche tra s.p.a. e s.r.l., con la conseguente ammissione della s.r.l. alla possibilità di reperire capitale di rischio rivolgendosi indistintamente ad investitori esterni, consente all'interprete di ricostruire una disciplina (implicita) della quota per il tramite dell'interpretazione analogica delle regole in materia di

partecipazioni azionarie<sup>62</sup>. Ciò consente, ad esempio, di regolare diversamente situazioni differenti e, conseguentemente di ammettere il voto plurimo come contenuto di un diritto particolare inerente la persona del socio e di escludere, in termini analoghi a ciò che accade per le azioni, l'ammissibilità delle categorie di quote a voto plurimo. Anche per la creazione di categorie di quote vale, come per le speciali categorie di azioni, il limite generale del patto leonino, mentre è dubbia l'applicazione del limite generale alle azioni senza voto o con voto limitato (su determinati temi, condizionato o subordinato) rappresentato dalla metà del capitale sociale (art. 2351, secondo comma): la start up che ricorre al *crowdfunding* dispone, già al momento dell'offerta, di un gruppo di controllo consolidato, tanto che il trasferimento del controllo risulta "sanzionato" dall'attivazione di un apposito diritto di recesso o di co-vendita da parte dei sottoscrittori di *crowdfunded equities* (art. 24, primo comma, regolamento Consob).

La diluizione delle differenze tra s.p.a. e s.r.l. pone in discussione l'applicabilità della norma contenuta nell'art. 2467, almeno con riferimento ai finanziamenti erogati da coloro che risultano estranei al gruppo dei soci imprenditori. La diluizione della portata della norma per le società che fanno ricorso all'*equity based crowdfunding* dipende, ovviamente, dalle specifiche caratteristiche dell'operazione, volta al reperimento di risorse da imputare a capitale di rischio; inoltre, la possibilità di emettere strumenti finanziari, collocabili anche al di fuori della stretta cerchia di soggetti indicati dall'art. 2483<sup>63</sup>, consente alla società di comporre la propria struttura finanziaria senza che i soci corrano il rischio della postergazione dei crediti per il rimborso dei finanziamenti.

La valorizzazione del ruolo del socio e la presa d'atto che, nella fase iniziale, accanto al socio imprenditore, coinvolto nella gestione della società, entrano nella compagine sociale soggetti interessati ai meri risvolti economici dell'operazione, impongono di rivedere la disciplina del controllo, eventualmente recuperando soluzioni già conosciute in

---

<sup>62</sup> P. SPADA - M. MALTONI, *cit.* (nt. 11), p. 579.

<sup>63</sup> Con l'inserimento di tali strumenti finanziari nella struttura della s.r.l. si pone la questione relativa all'individuazione dei soggetti che possano sottoscriverli; si può ritenere che, in mancanza di espresse limitazioni alla sottoscrizione nella norma che legittima l'emissione e in considerazione della possibilità di collocare presso una massa indistinta di investitori le stesse partecipazioni nel capitale di rischio, gli strumenti finanziari emessi dalle start up in forma di s.r.l. possano essere sottoscritti da soggetti diversi dagli investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale; *contra* P. SPADA - M. MALTONI, *cit.* (nt. 11), p. 579, ove si fa rinvio a P. SPADA, *La provvista finanziaria tra destinazione ed attribuzione*, in *Il diritto delle società oggi. Studi in onore di G. Zanonone*, a cura di P. Benazzo, M. Cera, S. Patriarca, U.T.E.T, Torino, 2011, p. 3.

passato<sup>64</sup>. L'avvenuta *privatizzazione del controllo* risulta coerente con la fisionomia del socio imprenditore nella s.r.l., ma lascia i sottoscrittori di *crowdfunded equities* privi di reale tutela, almeno finché la condizione della società non sia effettivamente mutata, con il completamento della descritta fase di *exit* dalla condizione di start up<sup>65</sup>.

Dall'angolo visuale del sottoscrittore di partecipazioni tramite un'operazione di *crowdfunding*, il potere attribuito ai soci che non partecipano all'amministrazione dalla norma contenuta nell'art. 2476, secondo comma, potrebbe non costituire un concreto beneficio, in quanto economicamente non conveniente per chi ha investito una somma modesta<sup>66</sup>. Inoltre, come osserva la dottrina<sup>67</sup>, poiché la legge pone stringenti limiti dimensionali per la start up innovativa<sup>68</sup>, risulta difficile ipotizzare che sussistano i presupposti per la nomina obbligatoria ex art. 2477 degli organi o dei soggetti con il compito del controllo. Ciò a meno di non voler valorizzare, anche al di là del senso letterale delle parole, la disposizione dettata per le società cooperative dall'art. 2543, norma che impone la nomina collegio sindacale non solo quando si verificano i casi previsti dall'art. 2477, secondo e terzo comma, ma anche quando la società emetta strumenti finanziari non partecipativi.

L'applicazione di siffatto mezzo di tutela, dettato nella disciplina della cooperativa a tutela degli investitori in strumenti partecipativi, consentirebbe al sottoscrittore in titoli rappresentativi del capitale di rischio in una start up, o a chi detiene tali titoli con riferimento ad una società nella fase di *exit* dalla condizione di accesso al regime agevolato, di poter contare su un'efficiente controllo di legittimità e correttezza dell'amministrazione, specialmente se, conformemente a quanto previsto dal terzo comma, sia consentito ai sottoscrittori di tali titoli di eleggere, se

---

<sup>64</sup> Mi riferisco alla nomina di un organo di controllo e all'accesso al procedimento di denuncia al tribunale ex art. 2409; sul punto si veda *infra*.

<sup>65</sup> Al completamento della fase di *exit* può conseguire il consolidamento della posizione del sottoscrittore di *crowdfunded equities* nel caso in cui tale soggetto conservi, nonostante le operazioni poste in essere dal gruppo di controllo per liquidare i soggetti funzionali alla fase di avvio, la posizione di socio. A tale consolidamento può conseguire un incremento dell'ammontare della partecipazione detenuta a seguito di ulteriori aumenti di capitale, in occasione dei quali sia esercitato il diritto di opzione.

<sup>66</sup> Dal diverso punto di osservazione della società, poi, la possibilità che una serie indefinita di soggetti sia nella condizione di far uso del diritto di controllo individuale può rappresentare, verosimilmente, un formidabile ostacolo alla scelta della società di ricorrere a tali strumenti di reperimento di risorse.

<sup>67</sup> O. CAGNASSO, *I controlli nelle s.r.l.*, in *Giur. It.*, 2013, p. 11.

<sup>68</sup> L'art. 25, secondo comma, lett. d, d.l. n. 179/2012 esige che, a partire dal secondo anno di attività della start up innovativa, il totale del valore della produzione annua, così come risultante dall'ultimo bilancio approvato entro sei mesi dalla chiusura dell'esercizio, non sia superiore a 5 milioni di euro.

lo statuto lo prevede, fino ad un terzo dei componenti dell'organo di controllo<sup>69</sup>.

La presenza di un organo di controllo può aprire la strada ai provvedimenti previsti dall'art. 2409, procedimento di per sé difficilmente attivabile dai sottoscrittori di partecipazioni *crowdfunded*, sia a causa del previsto tetto all'investimento in capitale di rischio, tetto massimo che rende inverosimile il raggiungimento dell'aliquota di capitale prevista dal primo comma del medesimo articolo, sia a causa della mancanza di un'organizzazione interna dei sottoscrittori di partecipazioni *crowdfunded*, quale quella che arricchisce la struttura delle s.p.a. che emettono obbligazioni e speciali categorie di azioni. Dunque, la presenza, nelle s.r.l. di cui ci si è occupati in queste pagine, di investitori in capitale di rischio, privi dei tradizionali connotati del socio imprenditore, induce a rivedere l'orientamento, al momento prevalente, che esclude, nelle s.r.l., la possibilità di ricorrere al controllo giudiziario ex art. 2409<sup>70</sup>. Invero, nei casi qui descritti, il sistema, ben delineato nella nota sentenza della Corte Costituzionale n. 481 del 2005, come "modellato sul principio della rilevanza del socio e dei rapporti contrattuali tra i soci"<sup>71</sup>, si *contamina* in virtù dell'ingresso di soggetti che acquistano la qualità di soci, ma sono privi delle prerogative e del potere contrattuale descritto nella citata pronuncia della Consulta.

---

<sup>69</sup> Ciò vale, naturalmente, nel caso in cui la società non ricorra alla facoltà di designare un organo sindacale unipersonale, consentita per la prima volta dalla l. 12 novembre 2011, n. 183 e grazie alla nuova formulazione dell'art. 2477, primo comma, giusta l'art. 35 del d.l. 9 febbraio 2012, n. 5 (convertito in l. 4 aprile 2012, n. 35).

<sup>70</sup> Così acutamente osserva M. SPIOTTA, in *"Ravvedimento operoso" o trasformazione "con destrezza"*, nota a Trib. Ascoli Piceno (ord.), 1° marzo 2013, in *Giur. It.*, 2013, p. 7.

<sup>71</sup> Corte Cost. 29 dicembre 2005, n. 481, in *Foro it.*, 2006, I, c. 1293. Si ricorda che quella appena menzionata non è l'unica ragione che porta ad escludere l'applicazione del procedimento di cui all'art. 2409 alle s.r.l.: una recente pronuncia della Suprema Corte, infatti, argomenta sulla base dell'assenza di un richiamo espresso all'art. 2409 nella disciplina delle s.r.l. e ritiene generico il rinvio operato dall'art. 2477, quarto comma (Cass. Sentenza n. 403/2010, in *Giur. It.*, 2010, p. 595, con nota di R. Weigmann). Il dibattito in giurisprudenza non è tuttavia sopito, in quanto l'applicabilità dell'istituto alla s.r.l. munita di collegio sindacale e a condizione che il ricorso sia presentato dai sindaci è stata ribadita da Trib. Milano 26 marzo 2010, in *Giur. It.*, 2010, p. 1624, con nota di O. Cagnasso. Per la dottrina, rinvio a G. ZANARONE, *cit.* (nt. 29), vol. I, p. 21 e vol. II, p. 1165; P. BENAZZO, *I controlli nella società a responsabilità limitata: singolarità del tipo od omogeneità della funzione?*, in *Riv. Soc.*, 2010, p. 18 ss.; G. PRESTI, *La s.r.l. e la scomparsa dell'art. 2409 c.c.: la difficile "elaborazione" del lutto*, in P. BENAZZO, M. CERA, S. PATRIARCA (a cura di), *Il diritto delle società tra persistenze e innovazioni. Studi in onore di G. Zanarone*, U.T.E.T., Torino, 2011, p. 417 e G. SCOGNAMIGLIO, *L'azione di responsabilità dei singoli soci o dei terzi direttamente danneggiati*, in G.D. Mosco, D. Regoli, M. Rescigno, G. Scognamiglio, *L'amministrazione. La responsabilità gestoria*, V, *Trattato delle società a responsabilità limitata* diretto da C. Ibba e G. Marasà, Cedam, Padova, 2012, p. 297, e spec. pp. 304 – 305.

#### 8. *Brevi osservazioni conclusive.*

A differenza di ciò che accade nelle s.r.l. di diritto comune, nelle start up e nelle s.r.l. di diritto comune che subiscono la descritta *ultrattività* delle disposizioni derogatorie, avendo fatto uso delle facoltà previste dall'art. 26, secondo e terzo comma, la privazione dei poteri e delle prerogative tipiche del socio imprenditore non deriva da una mera situazione di fatto, come può accadere nella pratica a chi detenga una partecipazione di minoranza e, allo stesso tempo, non si avvalga degli strumenti messi a disposizione dall'ordinamento. La specifica condizione dei sottoscrittori di partecipazioni collocate presso una massa indistinta di investitori in capitale di rischio tramite un'operazione di *crowdfunding* discende da una precisa scelta del legislatore, il quale apre, per questo, alla costituzione di diverse classi di soci (art. 26, secondo comma, d.l. 179/2012) e affronta, benché solo marginalmente, tramite la disposizione contenuta nell'art. 24 del regolamento Consob, il conseguente conflitto di interessi tra i soci titolari di partecipazioni *crowdfunded* e i soci che dispongono della partecipazioni di controllo.

Per questo, la condizione del singolo sottoscrittore di partecipazioni collocate tramite portali non può essere trattata alla stregua di una mera situazione di fatto, eccentrica rispetto ad un impianto complessivamente coerente. Se si guarda, inoltre, alla recentissima evoluzione normativa in materia di modelli "minori" di s.r.l. si assiste ad un progressivo ingresso nel tipo c.d. "ordinario" di regole eccezionali, come avviene con l'introduzione della figura della s.r.l. "ordinaria" a capitale ridotto; parimenti, l'avvio dell'impresa sotto forma di start up innovativa può lasciare consistenti strascichi nella struttura finanziaria della s.r.l. "ordinaria", a causa della descritta *ultrattività* delle norme che autorizzano l'emissione di categorie di quote fornite di diritti diversi ed anche senza diritto di voto nelle decisioni dei soci, delle norme che autorizzano l'emissione di strumenti finanziari partecipativi e delle clausole statutarie imposte a tutela dei sottoscrittori di partecipazioni *crowdfunded*. Dunque non si può escludere che talune caratteristiche peculiari dei modelli "minori" possano *contaminare*, anche solo per aspetti marginali e temporanei, il tipo regolato dalle norme di diritto comune.

Non si può escludere, in sostanza, che il complessivo *movimento centrifugo* cui abbiamo assistito recentemente, a seguito della previsione, in un primo momento, della s.r.l. semplificata e della s.r.l. a capitale ridotto come società caratterizzate da una precisa connotazione anagrafica dei soci nell'ambito di iniziative del legislatore estemporanee e prive di un'effettiva volontà di incidere sul sistema complessivo, si stia rimodulando in un *movimento centripeto* a causa del quale, grazie al lavoro degli interpreti, risulti possibile ridisegnare istituti generali o, comunque, "rileggere", almeno in parte e limitatamente a taluni particolari aspetti, la

disciplina generale<sup>72</sup>, così da intercettare e salvaguardare gli interessi di quell'indistinto *big, new pool of potential investors* che, per il tramite di un portale, può sottoscrivere il capitale di rischio di un'impresa nella delicata fase del suo avvio.

---

<sup>72</sup> Ciò accade nel diverso ambito del diritto dei contratti, come rileva G. BENEDETTI, *La categoria generale del contratto*, in *Riv. dir. civ.*, 1991, p. 669 e G.B. FERRI, *Contratto e negozio: da un regolamento per categorie generali verso una disciplina per tipi*, in *Riv. dir. comm.*, 1988, I, p. 428.