

X CONVEGNO ANNUALE DELL'ASSOCIAZIONE ITALIANA DEI PROFESSORI
UNIVERSITARI
DI DIRITTO COMMERCIALE "ORIZZONTI DEL DIRITTO COMMERCIALE"
"L'EVOLUZIONE TECNOLOGICA E IL DIRITTO COMMERCIALE"
ROMA, 22-23 FEBBRAIO 2019

BARBARA MELE

Alcune note in tema di qualità dell'informazione del sottoscrittore di quote di categoria nell'equity crowdfunding (Ovvero, il crowdfunding come non lo avete mai visto)

SOMMARIO: 1. Le quote di categoria nella disciplina delle s.r.l. PMI, aumento di capitale e sovrapprezzo. - 2. Le regole dettate all'Allegato 3 del Regolamento Consob e l'informazione del sottoscrittore di quote di categoria. - 3. Gli avvertimenti all'investitore in *equity crowdfunding* e le deroghe alla disciplina codicistica della s.r.l.: *caveat emptor* - 4. Conclusioni: le tutele a favore del quotista di categoria e il controllo sul prezzo di emissione.

1. Le quote di categoria nella disciplina delle s.r.l. P.M.I., aumento di capitale e sovrapprezzo.

L'osservazione della realtà empirica del fenomeno dell'*equity crowdfunding*, a valle di un quinquennio di applicazione della disciplina italiana, appare foriera di interessanti spunti di riflessione.

La raccolta di risorse finanziarie a favore delle PMI nella forma di s.r.l. avviene tramite offerta di quote di partecipazione ad un prezzo di emissione che, molto di frequente, contiene una parte destinata alla formazione del capitale sociale in misura inferiore al 2% del conferimento (in alcuni casi tale quota è inferiore all'1%), a fronte di un sovrapprezzo che impegna il sottoscrittore per più del 98% dell'importo versato.

L'insolito rapporto aritmetico tra quota del conferimento destinata a capitale e parte versata a favore del patrimonio della società emittente induce ad analizzare la disciplina legata all'informazione del sottoscrittore e a valutare se le norme poste a tutela del quotista di categoria siano adeguate a proteggerlo dal pericolo di frodi.

Preliminarmente è bene tener conto della circostanza che l'aumento di capitale nella s.r.l., con esclusione del diritto di sottoscrizione da parte dei soci, è regolata da una disciplina estremamente semplificata rispetto a quella prevista per le s.p.a. Perché sia ammissibile che venga escluso o limitato il diritto di sottoscrizione delle quote di nuova emissione, vi deve essere una clausola nell'atto costitutivo che abiliti i soci, in sede di decisione di aumento di capitale, ad offrire a terzi le partecipazioni di nuova emissione.

Dal punto di vista letterale, la norma di cui all'art. 2481 *bis* c.c., analogamente a quanto indicato all'art. 2441 c.c., recita che "l'aumento di capitale possa essere attuato anche mediante offerta di quote di nuova emissione a terzi", laddove invece viene utilizzata l'espressione "diritto di sottoscrizione" quando l'aumento di capitale viene riservato ai soli soci.

La differenza terminologica è, secondo alcuni¹, espressione della differenza strutturale della s.r.l. rispetto alla s.p.a., per cui i soci della s.r.l. avrebbero un diritto alla sottoscrizione delle partecipazioni di nuova emissioni quale manifestazione della dimensione tendenzialmente chiusa della s.r.l.; ai soci è dunque garantito, in sede di aumento di capitale, di conservare potenzialmente inalterati i reciproci rapporti sociali. Per tale motivo, il legislatore impone che l'aumento di capitale destinato a terzi sia consentito solo in presenza di una clausola dell'atto costitutivo che, in via astratta, consenta ai soci, in sede di decisione di aumento di capitale, di destinare a terzi le quote di nuova emissione.

Al di là delle considerazioni che possono essere addotte per rimarcare le diversità strutturali tra i due tipi societari, non si può porre in dubbio che, quando l'aumento di capitale sociale sia rivolto a terzi, estranei alla compagine sociale, si tratti in termini concreti di un'offerta "pubblicizzata"², al pari di quanto accade nella s.p.a. Nell'ipotesi di invito a sottoscrivere le quote di categoria mediante il *crowdfunding*, tale invito va considerato un'"offerta" ai sensi dell'art. 1331 c.c. In tal senso, e almeno

¹ Tra coloro che rimarcano una differenza sostanziale tra il diritto di sottoscrizione rispetto a quello di opzione, cfr. A. ABU AWWAD, *Delega all'esclusione o limitazione del diritto di sottoscrizione di aumento di capitale e impugnazione di delibere consiliari di s.r.l.*, commento a lodo arbitrale del 12 maggio 2007, in *BBTC*, 2011, 371 s.; O. CAGNASSO, *La società a responsabilità limitata*, in *Trattato di diritto commerciale*, V, tomo 1°, Padova, 2007, 332; M.S. SPOLIDORO, *L'aumento di capitale sociale nella s.r.l.*, in *RDS*, 2008, 483.

² Nel caso di offerta in sottoscrizione ai soci, l'art. 2841 *bis*, comma 2, c.c. sembrerebbe prevedere come necessaria la comunicazione ai soci della decisione di aumentare il capitale, oltre alla pubblicazione della decisione presso il Registro delle imprese.

limitatamente al caso di emissione di quote di categoria mediante offerta sui portali *online*, il diritto di sottoscrizione condivide la stessa natura giuridica del diritto di opzione³; in relazione ad entrambe le fattispecie il legislatore parla infatti di *offerta*.

La disciplina prevista nel codice civile per l'aumento di capitale sociale nella s.r.l. si presenta sostanzialmente autonoma rispetto a quella dettata per il caso omologo nella s.p.a. Sembrerebbe che non vi sia necessità di addurre motivazioni che giustificano l'esclusione o la limitazione del diritto di sottoscrizione, né che venga previsto un sovrapprezzo, ovvero, in caso di sua previsione, che vengano utilizzati criteri per la sua determinazione, il quale, pertanto, potrebbe prescindere da ogni

³ Come sottolinea G. ZANARONE, *Sub art. 2481-bis, Della società a responsabilità limitata*, in *Il Codice Civile Commentario*, fondato e diretto da P. Schlesinger e continuato da F.D. Busnelli, Tomo II, Milano, 2010, 1528 ss., è vero che nella s.p.a. si parla direttamente di "offerta" all'art. 2441 c.c., mentre nel regime della s.r.l. il termine viene utilizzato soltanto nell'art. 2481bis c.c., facendo discendere la diversità terminologica dalla necessità di distinguere le modalità di sottoscrizione delle nuove partecipazioni con modalità e tempi diversi: mentre nella s.r.l. la sottoscrizione può avvenire anche immediatamente dopo l'approvazione della decisione di aumento di capitale (senza alcuna necessità di un ulteriore atto di "offerta"), nella s.p.a. essa viene preceduta dall'invito alla sottoscrizione. Tuttavia, l'A. rammenta che l'atto di offerta di opzione nella s.p.a. non è necessario laddove il socio voglia spontaneamente esercitare il diritto essendo a conoscenza delle condizioni della deliberazione di aumento. In questo senso, cfr. anche U. BELVISO, *Le modificazioni dell'atto costitutivo nelle società per azioni*, in AA. VV., *Trattato di dir. priv.*, diretto da P. Rescigno, 17, Torino, 1985, 101 ss., il quale stigmatizza che la pubblicazione dell'atto di offerta nella s.p.a. e la comunicazione ai soci prevista nella s.r.l. sono previste unicamente al fine di rendere noto ai soci il momento a partire dal quale ed entro il quale possono esercitare i diritti di sottoscrizione, ma ciò non impedisce l'eventuale esercizio del diritto prima del compimento dell'atto pubblicitario. Il diritto di sottoscrizione esercitato prima rimane opponibile alla società ed è produttivo di effetti giuridici. Si esprimono, inoltre, nel senso della sostanziale identità di natura giuridica tra sottoscrizione ed opzione anche DISIANO PREITE, *Il diritto delle società*, a cura di G. Olivieri, G. Presti e F. Vella, Bologna, 2004, 297; S.A. CERRATO, *Sub artt. 2481-2481ter c.c.*, in AA. VV., *Il nuovo diritto societario*, diretto da G. Cottino, G. Bonfante, O. Cagnasso e P. Montalenti, Torino, 2004, Vol. **, 1540 ss.; G. PINNA, *Sub art. 2481bis c.c.*, in AA. VV., *Il nuovo diritto delle società*, a cura di A. Maffei Alberti, Padova, 2005, Vol. III, 2090; G.G. PERUZZO, *sub art. 2441 c.c.*, in AA. VV., *Codice commentato delle s.p.a.*, diretto da G. Fauceglia e G. Schiano di Pepe, Torino, 2007, Tomo **, 1279, il quale, dopo aver ripercorso il pensiero sia della dottrina che ritiene si tratti di opzione ai sensi dell'art. 1331 c.c., sia di quella che propende per inquadrare tale fattispecie nel diritto di prelazione, conclude nel ritenere la questione sulla natura giuridica del diritto a sottoscrivere le partecipazioni di nuova emissione priva di risvolti pratici, in quanto la mancata offerta ai soci viene risolta in ogni caso dalle norme del diritto societario.

valutazione di congruità⁴. Secondo una diversa linea interpretativa⁵, invece, vi sarebbe da distinguere tra sottoscrizione destinata ai soci e aumento di capitale destinato a terzi; secondo tale interpretazione, che circoscrive la libertà dei soci, il sovrapprezzo dovrebbe essere considerato eventuale, e quindi non vincolata la scelta sulla sua previsione, secondo la lettera della norma, solo nell'ipotesi di aumento di capitale riservato ai soci. Se l'operazione dovesse invece consentire l'ingresso di nuovi soci, il sovrapprezzo andrebbe previsto, altrimenti la decisione di aumento di capitale senza prevedere un sovrapprezzo manifesterebbe l'abuso della maggioranza a danno della minoranza dei soci e ciò renderebbe la decisione impugnabile, salva l'ipotesi di decisione unanime. La decisione così assunta, in sintesi, produrrebbe l'effetto del depauperamento del valore della partecipazione dei soci anteriori all'aumento del capitale sociale, in quanto parte del valore della società acquisito dai soci andrebbe ad aumentare il valore delle partecipazioni dei nuovi soci. Conseguentemente, proprio in virtù della tutela dei soci di minoranza, la stessa dottrina ritiene che i soci non siano liberi di determinare il sovrapprezzo, che deve invece essere fissato in misura tale da impedire una diluizione del valore delle partecipazioni sociali a favore dei terzi sottoscrittori. Pertanto, è plausibile ritenere che i criteri assunti per la determinazione del sovrapprezzo debbano essere non dissimili da quelli previsti nel caso di aumento di capitale nella s.p.a. con esclusione del diritto di opzione, e che quindi, sostanzialmente, il prezzo delle quote di nuova emissione debba essere determinato in base al valore del patrimonio netto⁶.

⁴ G. PINNA, cit., 2091; M.S. SPOLIDORO, cit., 482, secondo cui le libertà concesse ai soci sono ampie e "restano i limiti generali in materia di operazioni in conflitto di interessi e di abuso dei poteri della maggioranza" (cfr. 494); S.A. CERRATO, *Aumenti di capitale e diritto del socio di s.r.l.*, in AA. VV., *Le nuove s.r.l.*, diretto da M. Serale, Bologna, 2008, 862 ss.; G. GIANNELLI, *Le operazioni sul capitale*, in AA. VV., *Trattato delle società a responsabilità limitata*, diretto da C. Ibba e G. Marasà, Vol. IV, *Le decisioni dei soci. Le modificazioni dell'atto costitutivo*, Padova, 2009, 313 ss. In giurisprudenza, cfr. Trib. Novara, 21 gennaio 2010, con nota di A. STABILINI, in *Soc.* 2010, 644.

⁵ A. CETRA, *Le operazioni sul capitale sociale nella s.r.l.*, in *Riv. soc.*, 2016, 819 s.

⁶ Cfr. A. CETRA, cit., 820; G. MUCCIARELLI, *Il sovrapprezzo delle azioni*, Milano, 1997, 212 ss.; E. GINEVRA, *La determinazione del prezzo e del sovrapprezzo negli aumenti di capitale sociale a pagamento*, in *Riv. soc.*, 2008, 514 s.; ID., *La formazione del capitale sociale nella costituzione e nell'aumento di capitale delle s.p.a.*, Bergamo, 2011, 205 s.; DISIANO PREITE, cit., 299; secondo l'opinione di S.A. CERRATO, cit. (n. 3), 864 s., l'atto costitutivo può prevedere criteri di determinazione del sovrapprezzo differenti da quello indicato al comma 6 dell'art. 2441 c.c.

Sussisterebbe in definitiva la *aedem ratio* per l'ipotesi di esclusione del diritto di sottoscrivere le partecipazioni di nuova emissione nella s.r.l. come nella s.p.a.: la società non è libera di determinare il prezzo di emissione, ma deve far sì che il nuovo socio possa acquisire una partecipazione che tenga conto del valore accantonato durante la pregressa gestione della società. In ciò risiede la motivazione per cui la determinazione del sovrapprezzo debba tener conto del valore del patrimonio netto, inteso in termini effettivi e non meramente contabili⁷.

La questione sulla libertà nella determinazione del sovrapprezzo sembra oggi essere interpretata in modo differente rispetto alla prima lettura della norma. Pare affermarsi, come si diceva, l'argomento secondo cui, per tutelare i soci di minoranza, in caso di destinazione a terzi delle quote di nuova emissione, la società sia onerata di prevedere criteri di determinazione del sovrapprezzo, il quale verrà quantificato in base al valore del patrimonio netto.

Tale richiamo alla disciplina della s.p.a. non sembra essere sufficiente a tutelare in egual misura tutti i potenziali terzi sottoscrittori. Nel caso di offerta di sottoscrizione delle quote di nuova emissione senza ricorrere alla sollecitazione all'investimento mediante un portale *online*, il terzo interessato può negoziare il suo ingresso nella società con gli amministratori e con i soci e, quindi, può avere accesso alla documentazione necessaria a fondare un giudizio di convenienza dell'operazione di investimento. Laddove, invece, la società voglia offrire le quote di categoria in modo indifferenziato al pubblico tramite un portale *online*, il terzo non ha modo di accedere ad una informazione superiore a quella pubblicata sul portale insieme all'offerta. In tal caso, anche se venisse affermata una fissazione del prezzo di emissione delle quote di categoria in base al valore del patrimonio netto, essa andrebbe considerata nulla più che una dichiarazione di parte, non sottoposta ad alcuna verifica.

⁷ Cfr., *ex multis*, P. BALZARINI, *Emissione di nuove azioni in sede di aumento di capitale e determinazione del sovrapprezzo*, nota a Cass. 13 settembre 2001, n. 9523, in *Soc.*, 2002, 186 s.; G.G. PERUZZO, *Sub art. 2441 c.c.*, in AA. VV., *Codice commentato delle s.p.a.*, diretto da G. Fauceglia e G. Schiano di Pepe, Torino, 2007, Tomo **, 1276 s.; cfr., in tal senso, G. MUCCIARELLI, *op. cit.*, 170 ss., il quale spiega anche che la determinazione dei criteri di valutazione degli amministratori consente all'assemblea di indicare il valore di emissione delle nuove azioni in base al patrimonio netto; nello stesso senso anche G. SCIFONI e P. ALONZO, *Aumento di capitale e determinazione del prezzo delle azioni di nuova emissione*, in *Soc.*, 2002, 828 ss.

Quello che si vuole dire è che la disciplina della s.r.l., in tema di aumento di capitale, non consente all'investitore di accedere ad una informazione dettagliata. Per ottenere tale risultato, non sarebbe sufficiente neppure la sola previsione di criteri di determinazione del sovrapprezzo, ma andrebbe richiamata integralmente la disciplina recata dal comma 6 dell'art. 2441 c.c. Tale disciplina impone non solo l'osservanza di un procedimento per la formazione della volontà sociale sulla determinazione del sovrapprezzo, ma anche il coinvolgimento di un organo di controllo interno o indipendente cui le norme affidano il compito di esprimersi sulla congruità del prezzo di emissione⁸.

È innegabile che le prescrizioni dettate dall'art. 2441, comma 6, c.c. siano state poste per tutelare i soci di minoranza dal rischio che il valore

⁸ Tale incarico è affidato nelle s.p.a. chiuse e quelle che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, al collegio sindacale; nelle società quotate (e per le offerte di azioni di nuova emissione quotate), tale compito è affidato al soggetto incaricato della revisione legale dei conti ex art. 158 T.U.F. Sul punto, cfr. F.F. MACCABRUNI, *Step-up equity line e disciplina dell'aumento di capitale*, in *BBTC*, 2005, 345 ss. Sulla funzione del revisore legale dei conti v. S. FORTUNATO (*Fallimento del mercato e revisione contabile*, in AA. VV., *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum Gian Franco Campobasso, Torino, 2007, Vol. 3, 83, in part. 89 ss.), il quale considera il ruolo e la funzione del revisore contabile corrispondenti all'interesse pubblico di consentire una affidabile e credibile informazione finanziaria a favore dei singoli azionisti e dei terzi, in modo che essi possano compiere operazioni di investimento consapevoli.

Ai sensi del comma 6 dell'art. 2441 c.c., gli amministratori devono redigere una relazione dalla quale risultino le ragioni dell'esclusione del diritto d'opzione e i criteri di determinazione del prezzo di emissione. Tale relazione va comunicata al collegio sindacale e al soggetto incaricato della revisione legale dei conti. Nelle s.p.a. chiuse e aperte, il collegio sindacale deve redigere una relazione sulla congruità del prezzo di emissione (e probabilmente sulla fondatezza delle ragioni addotte dagli amministratori); nelle società quotate, invece, ai sensi dell'art. 158 del T.U.F., sarà il soggetto incaricato della revisione legale dei conti ad esprimersi sulla congruità del prezzo di emissione. Inoltre, le relazioni sulla congruità vanno pubblicate almeno 21 giorni prima della data di convocazione dell'assemblea che delibera l'aumento di capitale. Appare, pertanto, che la disciplina sia estremamente dettagliata nel prevedere obblighi di comunicazione e informazione. Tutto sta a verificare a tutela di chi viene predisposta e diffusa tale informazione. Nelle quotate, cioè nelle società che per eccellenza si rivolgono al mercato, l'incarico sulla redazione del parere di congruità è affidato ad un soggetto indipendente. L'art. 158 T.U.F. prevede espressamente che la relazione degli amministratori e del revisore vanno pubblicate. Tale prescrizione, per quanto non prevista espressamente per le s.p.a. non quotate, si applica in via generale a tutte le s.p.a. in relazione alla funzione informativa di tali documenti (cfr. P. MARCHETTI, *Sub art. 22*, in AA. VV., *Modificazioni alla disciplina delle società per azioni, in accomandita per azioni, a responsabilità limitata e cooperative, in attuazione dalla seconda direttiva del consiglio delle Comunità europee n. 77/91 del 31 dicembre 1976 ai sensi della legge 8 agosto 1985, n. 412 (d.p.r. 10 febbraio 1986, n. 30)*, a cura di P. Marchetti, in *Nuove leggi civ. comm.*, 1988, 183.

della propria partecipazione sociale sia depauperato dall'ingresso "a prezzo scontato" di nuovi soci⁹, ma la dottrina non ha mancato di sottolineare che tali prescrizioni assolvono anche, sebbene indirettamente, alla funzione di consentire al futuro investitore l'accesso alla documentazione necessaria per valutare la convenienza dell'operazione di investimento. Sottolineava Mucciarelli che la funzione del sovrapprezzo non è tanto quella di riequilibrare le posizioni tra vecchi e nuovi soci¹⁰, quanto quella di rafforzamento patrimoniale della società per la necessità di disporre di mezzi economici per lo svolgimento dell'attività sociale¹¹, e pertanto le regole della sua determinazione non sono state ispirate dal "proposito di impedire che un sovrapprezzo troppo elevato si trasformi in uno strumento di frode a danno dei terzi sottoscrittori"¹², poiché, altrimenti, tali regole

⁹ In tal senso, cfr., *ex multis*, T. ASCARELLI, *Diritto d'opzione nell'aumento di capitale e emissione delle nuove azioni con aggio*, in *Foro pad.*, 1954, 46; B. VISENTINI, *Compatibilità del sovrapprezzo con il diritto d'opzione*, in *BBTC*, 1961, I, 31, il quale ritiene che il sovrapprezzo costituisce il "mezzo tecnico di conguaglio della consistenza del patrimonio sociale, per evitare la diminuzione del valore delle vecchie azioni"; G. SCIFONI e P. ALONZO, *Aumento di capitale e determinazione del sovrapprezzo delle azioni di nuova emissione*, in *Soc.*, 2002, 828; M.S. SPOLIDORO, *cit.*, 464 ss.; A. CETRA, *Le operazioni sul capitale sociale nella s.r.l.*, in *Riv. soc.*, 2016, 816, il quale si esprime nel senso che l'operazione di aumento del capitale nella s.r.l. abbia di per sé carattere neutro e che le disposizioni che limitano l'apertura della società a terzi siano state dettate per impedire di "modificare il peso relativo della partecipazione sociale e, quindi, i rapporti reciproci tra i soci come preesistenti al compimento delle operazioni medesime"; Il Cetra, inoltre, ritiene che nelle operazioni di aumento di capitale nella s.r.l. con esclusione del diritto di sottoscrizione, quando si presume che il valore effettivo di una partecipazione sociale sia superiore al suo valore nominale, si deve procedere alla determinazione del sovrapprezzo in maniera non dissimile a quanto previsto nella s.p.a., ovvero in base al valore effettivo del patrimonio netto (cfr. p. 820).

¹⁰ G. MUCCIARELLI, *op. cit.*, 21 e 67, il quale spiega che la funzione del sovrapprezzo non è tanto quella riequilibratrice tra soci, in quanto il sovrapprezzo può essere previsto anche in sede di costituzione della società e, soprattutto, perché la legge richiede l'integrale versamento all'atto di sottoscrizione. Tale obbligo non avrebbe ragione di essere previsto se la società non avesse bisogno di acquisire immediatamente le risorse collegate all'aumento di capitale, operazione giustificata proprio dalla necessità di patrimonializzazione della società. Inoltre, il sovrapprezzo può essere previsto anche quando l'aumento di capitale è riservato ai soci, ipotesi che fa venire meno l'argomento della funzione riequilibratrice. A parere di G. GIANNELLI (*L'aumento di capitale a pagamento*, in AA. VV., *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, Torino, 2007, Vol. 3, 289 ss.), il diritto di opzione risultante dalla riforma del 2003 sembra più orientato alla conservazione del valore patrimoniale della partecipazione sociale, ossia all'investimento effettuato dal socio e non necessariamente nel senso della parallela conservazione della posizione organizzativa espressa dalla partecipazione sociale medesima.

¹¹ G. MUCCIARELLI, *op. cit.*, 76 ss.

¹² G.C.M. RIVOLTA, *Profili della nuova disciplina del diritto di opzione nelle società per azioni (L. 7 giugno 1974, n. 216)*, in *Riv. dir. civ.*, 1975, I, 538.

dovrebbero essere intese come necessarie tutte le volte che è previsto un sovrapprezzo¹³.

In ogni caso, la disciplina dettata dal sesto comma dell'art. 2441 c.c. consente al terzo di accedere ad una informazione sufficiente a fondare consapevolmente la decisione di investire. Vi sono tutti gli elementi necessari: l'indicazione dei criteri di determinazione del prezzo di emissione, la relazione di congruità del sovrapprezzo redatta da un organo di controllo interno o, persino, indipendente nel caso di società quotate; la fissazione del prezzo determinata sulla base di indici e valori sufficientemente oggettivi, quali il patrimonio netto e l'andamento del titolo quotato in un mercato regolamentato¹⁴. Va sottolineato che, laddove la società abbia azioni quotate in mercati regolamentati, l'art. 158 T.U.F. e il secondo periodo del quarto comma dell'art. 2441 c.c. prescrivono che il prezzo di emissione sia sottoposto al vaglio del revisore legale o della società di revisione che attesti la congruità del prezzo di emissione, nel primo caso, ovvero il valore di mercato delle azioni, nel secondo.

Se è vero che le prescrizioni sono dettate al fine di informare il vecchio socio della convenienza della destinazione a terzi dell'aumento di capitale, è comunque anche vero che tutta la documentazione va pubblicata e resa accessibile sia ai soci che ai terzi potenziali sottoscrittori¹⁵. Proprio la stessa dottrina¹⁶ sopra citata rimarcava che la procedimentalizzazione della delibera di aumento di capitale e la previsione di criteri e di valutazioni cui sono chiamati gli organi sociali della s.p.a. consentono al terzo di accedere ad una informazione sufficiente a valutare la convenienza dell'investimento, sulla premessa che il socio di minoranza è posto nelle stesse condizioni del terzo rispetto all'informazione ricevuta. D'altra parte, i criteri posti a riferimento dal legislatore, pur lasciando alla società una certa discrezionalità nella determinazione del prezzo, vanno letti come

¹³ G. MUCCIARELLI, *op. cit.*, 106 s.

¹⁴ P. MARCHETTI, *Sub art. 22*, cit., 188.

¹⁵ Sulla necessità di pubblicare i documenti previsti dalla procedura di aumento di capitale, cfr. P. MARCHETTI, *Sub art. 22*, cit., il quale predica l'applicazione analogica dell'art. 158 T.U.F. anche per le s.p.a. non quotate. Conforme anche il pensiero di F.F. MACCABRUNI, cit., 353 ss.

¹⁶ G. MUCCIARELLI, *op. cit.*, 106 e ss. In particolare si riporta quanto specificato dall'Autore, secondo cui "La tutela dei sottoscrittori, come tali, resta a nostro avviso affidata agli strumenti della informazione e della pubblicità, se è vero - del resto - che sono questi gli strumenti elettivi con i quali la disciplina delle società e del mercato mobiliare combatte i fenomeni riconducibili alla tradizionale figura della frode" (109).

orientati a far sì che si pervenga ad un prezzo di emissione che non deluda le aspettative di ritorno economico dell'investitore, proprio perché il prezzo è ancorato a dati verificati. Solo i soci di maggioranza, ovvero l'investitore professionale e il terzo specificamente individuato hanno la possibilità di accedere ad una informazione maggiore di quella ordinaria, in considerazione della possibilità di negoziare il loro ingresso nella compagine sociale.

Nella s.r.l. PMI che ricorre al *crowdfunding* per la raccolta di capitale di rischio e del patrimonio necessario allo svolgimento dell'attività, la condizione informativa del socio di minoranza rispetto al terzo sottoscrittore si presenta in termini diversi, poiché il socio non amministratore ha istituzionalmente la facoltà di accedere alla documentazione contabile e di ricevere informazioni sull'andamento della gestione da parte degli amministratori. Vi è, dunque, una differenza di non poco conto tra l'informazione accessibile al socio di minoranza e il terzo sottoscrittore. Tale diversità di situazione dovrebbe far riflettere sulla opportunità del recupero delle norme dettate al comma 6 dell'art. 2441 c.c., nel caso di s.r.l. PMI che ricorre alla sollecitazione all'investimento mediante portali *online*.

In verità, quando la s.r.l. PMI fa ricorso alla sollecitazione all'investimento, si diceva in premessa, il problema si pone in termini differenti. Nella realtà del fenomeno, i soci all'unanimità decidono di aumentare il capitale sociale destinando a terzi le quote di categoria di nuova emissione, prevedendo un sovrapprezzo talmente alto che la quota destinata a capitale sociale diviene sostanzialmente simbolica¹⁷.

Tale circostanza solleva il quesito se nella normativa dedicata al *crowdfunding* vi siano presidi adeguati a garanzia della corretta informazione dell'investitore. La diversità della disciplina recata dal codice civile in materia di sottoscrizione di nuove partecipazioni nella s.p.a. e nella s.r.l. PMI fa sorgere la domanda se vi siano ragioni per la diversità di tutela, laddove la situazione che si presenta all'investitore è sostanzialmente la medesima: quella di un'impresa che ricorre allo strumento di finanziamento dell'attività mediante l'offerta di sottoscrizione di

¹⁷ Cfr. l'offerta presentata dalla start up innovativa InVRsion s.r.l. pubblicata sul portale di Bachtowork24. Nel caso in questione, la quota di conferimento richiesto è pari ad € 500, di cui solo € 0,64 destinato a capitale sociale, pari allo 0,127% circa dell'importo versato, corrispondente allo 0,004% del capitale sociale al termine dell'aumento di capitale sociale.

partecipazioni sociali al pubblico dei risparmiatori. Di fronte alla medesima situazione, tuttavia, l'investitore in s.r.l. PMI ha accesso ad un'informazione molto ridotta, a fronte di un'informazione più dettagliata e controllata come quella prevista nella s.p.a.

2. Le regole dettate all'Allegato 3 del Regolamento Consob e l'informazione del sottoscrittore di quote di categoria.

Nell'ambito di un aumento di capitale di una s.r.l. PMI mediante il ricorso alla sollecitazione all'investimento, la carenza di informazione derivante dalle regole sull'aumento di capitale sociale della s.r.l. dovrebbe essere sopperita dalla documentazione che la società emittente è tenuta a pubblicare sul portale *online*.

A tal proposito, vanno prese in considerazione le regole dettate all'Allegato 3 del Regolamento Consob e quelle che definiscono le condotte del gestore del portale online in relazione all'offerta.

L'Allegato 3 si apre con l'indicazione della funzione svolta dal gestore, che è quella di assicurare che il prospetto dell'offerta riporti, prima di ogni altro dettaglio, l'avvertenza rivolta all'investitore che la Consob non svolge alcun controllo sul contenuto del prospetto informativo, che l'unico responsabile della completezza e veridicità dei dati e delle informazioni è l'impresa emittente e, infine, che l'investimento in strumenti finanziari emessi dalle PMI è illiquido e connotato da un rischio molto alto. Segue, poi, l'elenco degli elementi che il prospetto informativo deve contenere e, in chiusura, le istruzioni che il redattore del prospetto informativo deve osservare. Nel dettaglio, viene disposto che le informazioni sull'offerta vanno formulate in modo da risultare comprensibili da parte di un investitore "ragionevole", fornite con un linguaggio non tecnico o gergale, chiaro e, nello stesso tempo, conciso. Nella tecnica di rappresentazione dei dati e delle informazioni, va rispettato il criterio secondo cui l'investitore deve poter effettuare la comparabilità delle offerte svolte tramite il portale.

A tal proposito, l'esame concreto dei prospetti informativi sinora pubblicati rivela che generalmente non soddisfano i requisiti richiesti. I prospetti, normalmente, seguono lo schema offerto all'Allegato 3, ma le informazioni contenute in ciascuna voce risultano scarse e, sostanzialmente, incomplete.

Ad esempio, in relazione alla lettera a) del comma 3, dove viene prescritto che il documento informativo deve contenere una descrizione dell'offerente con particolare riguardo ai dati contabili, ove disponibili, le imprese si limitano all'indicazione del capitale sociale e a rinviare ad altra documentazione (i bilanci d'esercizio e il *business plan*) per ricavare le informazioni contabili ritenute necessarie (fatturato, margine operativo lordo e netto, utile d'esercizio, totale dell'attivo, rapporto tra immobilizzazioni immateriali e il totale attivo, posizione finanziaria netta). Pur volendo ritenere che le informazioni destinate all'investitore vadano ricavate dal complesso della documentazione pubblicata, si può dubitare del fatto che i dati contabili di cui è richiesta indicazione espressa siano, in tal modo, "forniti attraverso l'utilizzo di un linguaggio non tecnico o gergale, chiaro, conciso", e quindi nel rispetto delle istruzioni del Regolamento Consob.

Quanto alla descrizione dell'organo amministrativo e del *curriculum vitae* degli amministratori, di cui alla seguente lettera b), in diversi prospetti informativi si registra l'indicazione per cui gli amministratori sono "in possesso dei requisiti di onorabilità di cui all'articolo 9 del Regolamento Consob 185492/2013". Tale dicitura non dovrebbe essere consentita perché l'art. 9 del Regolamento Consob si riferisce ai requisiti (elencati nel precedente art. 8) di cui devono essere muniti gli amministratori del portale *online* e non gli amministratori della società offerente. Seppur la si volesse considerare una formula riassuntiva delle qualità che possono essere tributate agli amministratori, il richiamo espresso all'art. 9 del Regolamento Consob potrebbe generare l'indebito convincimento, nel potenziale investitore, che la società offerente è dotata di un organo amministrativo i cui membri sono valutati, quanto alla loro onorabilità, dalla Consob, con il conseguente vantaggio concorrenziale che ne potrebbe seguire.

Ma è in relazione alla descrizione degli strumenti finanziari oggetto dell'offerta che si riscontra la maggiore ambiguità delle informazioni offerte.

Il regolamento Consob, all'Allegato 3 (Informazioni sulla singola offerta), comma 3 (Informazioni sull'offerente e sugli strumenti finanziari oggetto dell'offerta), lett. c), prescrive che il documento informativo deve contenere una "descrizione degli strumenti finanziari oggetto dell'offerta, della percentuale che essi rappresentano rispetto al capitale sociale

dell'offerente, dei diritti amministrativi e patrimoniali ad essi connessi e delle relative modalità di esercizio".

È utile subito rammentare che il contenuto della lettera c) appena riportato ha subito una modifica (quasi una puntualizzazione) con la revisione del 2016. Inizialmente, veniva prescritto semplicemente che vi doveva essere una descrizione degli strumenti finanziari offerti, dei diritti ad essi connessi e delle relative modalità di esercizio. A seguito della consultazione del 2016, la lettera c) viene integrata con la previsione dell'indicazione della percentuale che tali strumenti finanziari rappresentano rispetto al capitale sociale dell'offerente e della specificazione in ordine ai diritti amministrativi e patrimoniali attribuiti dalla partecipazione sociale.

Tali prescrizioni non hanno più di recente subito ulteriori modifiche, benché nel documento di consultazione diffuso nell'estate del 2017 si proponesse di dettagliare i criteri utilizzati per la determinazione del valore degli strumenti finanziari offerti e che tale integrazione era ritenuta "necessaria", e non solo utile, ai fini dell'informazione dell'investitore, in considerazione proprio dell'esperienza applicativa.

Da una sommaria ricognizione delle offerte proposte, si può osservare che le indicazioni recate dalla lettera c) vengono per lo più disattese. In un primo periodo, il prospetto informativo metteva in evidenza la percentuale di capitale sociale sottoscritta dall'investitore con la sottoscrizione di una singola partecipazione sociale, mentre, più di recente, viene riportato il dato sulla percentuale dell'intero aumento di capitale in relazione al capitale sociale di partenza. Questa modalità di comunicazione dei dati rilevanti induce il potenziale investitore ad effettuare più operazioni per calcolare l'ammontare del capitale sociale sottoscritto.

Frequentemente, poi, non vengono fornite esplicitamente informazioni sui diritti amministrativi e patrimoniali acquisiti con la partecipazione sociale. Il prospetto informativo si limita a definire se le quote di categoria offerte attribuiscono o meno il diritto di voto, ma nulla viene specificato in ordine agli altri diritti amministrativi e patrimoniali (se non quelli resi obbligatori dalla normativa regolamentare, quale il diritto di co-vendita), né in relazione alle loro modalità di esercizio.

Per altro verso, altro aspetto rilevante è quello relativo all'ambiguità della descrizione del contenuto delle categorie di quote offerte. Viene talvolta utilizzata l'espressione "quote ordinarie", locuzione che

normalmente sottintende l'attribuzione massima dei diritti acquisibili con la partecipazione sociale; però, ad una lettura più attenta, si evince che dette "quote ordinarie" risultano prive del diritto di voto e che tale diritto, se mai, viene riconosciuto individualmente al sottoscrittore che acquisti un certo numero delle quote offerte. La quota, pertanto, non dovrebbe essere qualificata "ordinaria", in quanto il diritto di voto così riconosciuto non è connotato della partecipazione sociale¹⁸. In relazione all'attribuzione del diritto di voto, infine, si può osservare che, in taluni casi, esso è stato riconosciuto in ragione della qualifica soggettiva del sottoscrittore di essere già socio della società. Si tratta, quindi, di un riconoscimento "soggettivo", che evidentemente sfrutta l'ampiezza dell'autonomia statutaria del tipo s.r.l. all'interno della disciplina derogatoria prevista dal d.l. 179/2012, laddove il legislatore concede ai soci di prevedere liberamente il contenuto delle categorie di quote. Tali dati appaiono significativi, in quanto le società emittenti in tali casi offrono in sottoscrizione quote di "categoria", che, in quanto appartenenti alla medesima categoria, dovrebbero conferire uguali diritti¹⁹.

Nel particolare caso dell'informazione sul sovrapprezzo, viene reso esplicito l'ammontare del capitale sociale in aumento e la cifra complessiva del conferimento richiesto, senza alcuna informazione sulla congruità del medesimo. Come evidenziato dalla dottrina²⁰, frequentemente nella determinazione del sovrapprezzo si tiene conto del valore patrimoniale dell'impresa già costituita e dell'attitudine della stessa di generare ricchezza. Tuttavia, non si tiene conto che la redditività, sulla base della quale tale entità viene determinata, è solo sperata e non è pertanto possibile

¹⁸ Cfr. V. SANTORO, *Sub art. 2351 c.c.*, in AA. VV., *La riforma delle società*, a cura di M. Sandulli e V. Santoro, Torino, 2003, Vol. 2/I, 150 ss., il quale sottolinea che la previsione di un voto scaglionato o limitato, secondo quanto disposto all'art. 2351 c.c., non è idonea a creare una categoria.

¹⁹ Il comma 3 dell'art. 26, d.l. 179/2012 recita: "L'atto costitutivo delle società di cui al comma 2, anche in deroga dall'art. 2479, comma 5, del codice civile, può creare categorie di quote che non attribuiscono diritti di voto o che attribuiscono al socio diritti di voto in misura non proporzionale alla partecipazione da questi detenuta ovvero diritti di voto limitati a particolari argomenti o subordinati al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative".

²⁰ Cfr. E. TONELLI, *(High-tech) start-ups, piccole e medie imprese: canali di finanziamento e problemi di governance*, in AA. VV., *Regole e mercato*, a cura di M. Rispoli Farina, A. Sciarrone Alibrandi e E. Tonelli, Torino, 2017, 25 ss. L'A. si sofferma sul sovrapprezzo e sull'assenza di una regolamentazione a supporto di una *pricing disclosure*.

considerarla attuale²¹; essa, poi, al più viene consentita proprio dal nuovo patrimonio fornito dagli investitori, che non può essere considerato valore di cui tener conto per lo stesso aumento di capitale. A tal proposito è utile inoltre osservare che è rilevante il momento della determinazione del sovrapprezzo, in quanto esso non può essere fissato sulla base del patrimonio netto che prospetticamente si creerà in futuro; il patrimonio netto cui fare riferimento è quello risultante al momento della emissione delle nuove partecipazioni²².

Per altro verso, non si può ritenere che gli altri documenti pubblicati siano idonei a fornire una informazione adeguata sul prezzo di emissione. Il bilancio d'esercizio eventualmente pubblicato insieme alla proposta, naturalmente, va considerato solo un documento di partenza per la valutazione della consistenza patrimoniale dell'impresa (poiché, come noto, il patrimonio netto di riferimento non corrisponde a quello contenuto al passivo dello stato patrimoniale) e, inoltre, non è corredato da un documento che ne valuta la qualità, la veridicità e la correttezza (ad esclusione delle PMI innovative, per le quali la certificazione al bilancio è requisito di iscrizione nel Registro delle imprese)²³. Per quanto riguarda il *business plan* pubblicato, esso ha contenuto più che altro pubblicitario, in una visione prospettica sulla redditività dell'impresa frequentemente non

²¹ Secondo quanto espresso nel 2° Report italiano sul *Crowdfunding*, "l'impressione è che si siano utilizzate metodologie tipiche dell'industria del *ventur capital* (che consistono sostanzialmente nell'attualizzare i flussi di cassa prospettici ambiziosamente previsti nel *business plan*) senza però avere a disposizione gli stessi strumenti di *governance* e controllo", (in www.osservatoriocrowdinvesting.it, 34 s.).

²² Cfr. in tal senso G.G. PERUZZO, Sub art. 2441 c.c., cit., 1289; Cass. 13 luglio 2001, n. 9523, in *Soc.*, 2002, 186, con nota di P. BALZARINI, *Emissione di nuove azioni in sede di aumento del capitale e determinazione del sovrapprezzo*.

²³ A tal proposito è utile una comparazione con quanto è stato previsto negli Stati Uniti d'America, ove vigono deroghe al sistema delle tutele dell'investitore utili per l'affermazione del *crowdfunding*. Il *Crowdfunding Act* (così viene denominato il titolo del JOBS Act dedicato a tale strumento di finanziamento) prevede diverse soglie di *securities* vendute e per ciascun superamento di ammontare complessivo la società emittente è tenuta a munirsi di documenti di valutazione contabile; l'investimento massimo consentito per ciascun investitore è previsto dal legislatore e non sono consentite sottoscrizioni sopra soglia; la società emittente è tenuta a rendere all'investitore un'ampia informazione con riguardo al prezzo degli strumenti finanziari offerti o ai criteri di determinazione dello stesso, la previsione sull'uso che si farà del patrimonio raccolto, la struttura finanziaria della società emittente, l'indicazione degli amministratori comprensivo dell'indirizzo della loro residenza, ecc. Tra gli obblighi più interessanti che fanno capo al gestore del portale *online* vi è quello di consentire la creazione di un canale di comunicazione tramite il quale i potenziali sottoscrittori possono rivolgere domande, a cui risponderanno i rappresentanti dell'impresa emittente, e scambiare opinioni tra investitori.

ancorata a dati oggettivi. Di tanto ci si può agevolmente rendere conto confrontando i dati sul risultato del fatturato prodotto dalle imprese dopo la conclusione della campagna di raccolta di capitale mediante il *crowdfunding* in relazione a quanto rappresentato nei prospetti pubblicati: non solo la quasi totalità delle imprese raggiunge risultati di molto inferiori rispetto a quelli “attesi”, ma tale discrepanza aumenta col passare del tempo²⁴.

A ciò si aggiunga che, in particolare per le società innovative, l’informazione pubblicizzata non può mai essere tecnicamente esplicativa dell’idea “rivoluzionaria”, in quanto l’idea non può essere resa nota a terzi, dato che ciò pregiudicherebbe la riuscita dell’attività medesima.

La nuova formulazione del Regolamento Consob, inoltre, lascia all’impresa la scelta se munirsi di documenti a sostegno di una trasparente informazione. Nell’attuale versione, le società sono tenute a chiarire nel documento informativo se si sono dotate di sistemi di controlli interni o indipendenti. Va a tal proposito evidenziato che anche laddove la s.r.l. PMI emittente si sia dotata di un collegio sindacale, non è chiaro se i sindaci siano investiti del compito di esprimersi sulla congruità dei criteri di determinazione del prezzo di emissione delle quote di categoria; ciò in quanto l’operazione di aumento di capitale rimane regolata dalle norme sulla s.r.l. e, pertanto, senza il coinvolgimento dell’organo di controllo²⁵. Tale compito dovrebbe eventualmente essere assegnato per previsione dell’atto costitutivo della s.r.l. PMI offerente.

Pur in assenza di un collegio sindacale o di un revisore contabile, in occasione dell’offerta, la società potrebbe anche avvalersi di un consulente

²⁴ Cfr. il 3° Report italiano sul *Crowdfunding* elaborato dal Politecnico di Milano, in www.osservatoriocrowdinvesting.it, 32.

²⁵ Il punto è di difficile soluzione e non è stato oggetto di una specifica analisi o sottoposto al vaglio della giurisprudenza. La norma di cui all’art. 2477 c.c. prevede che “nel caso di nomina di un organo di controllo, anche monocratico, si applicano le disposizioni sul collegio sindacale previste per le società per azioni”. Sebbene la disposizione farebbe propendere per una tendenziale simmetria tra il collegio sindacale della s.r.l. e della s.p.a., si deve considerare che i compiti assunti concretamente da tale organo siano quelli espressamente richiamati dalla disciplina della s.r.l., ossia che i sindaci assumono i compiti che verrebbero loro attribuiti nella s.p.a. solo nel caso di una compatibilità della funzione assunta dall’organo di controllo con il modello s.r.l., in assenza di una previsione specifica di un loro contributo. L’aumento di capitale con esclusione del diritto di sottoscrizione dei soci, nel modello di *default*, viene considerato espressione della capacità negoziale dei soci di provvedere alla definizione dei loro reciproci interessi e ciò giustificherebbe l’assenza di un controllo o di un procedimento. Il rimedio concesso ai soci, in caso di dissenso al compimento dell’operazione sul capitale con l’ingresso di nuovi soci, è quello del recesso.

legale o finanziario, o di un esperto al quale eventualmente affidare il compito di redigere un parere da inserire nel documento d'offerta. L'indicazione, di cui al punto 8 dell'allegato 3 di nuova introduzione, può essere considerata quasi un invito alle società affinché rendano un'informazione accreditata da un soggetto dotato di certi requisiti professionali, soprattutto nell'ipotesi di s.r.l. priva del collegio sindacale e del revisore legale dei conti. Il contenuto del punto 8 dell'allegato 3, tuttavia, è alquanto generico in ordine al compito affidato al consulente e al contenuto del parere reso dall'esperto (del quale devono essere resi noti il nome, la qualifica, l'indirizzo e gli interessi di cui è portatore in relazione all'offerente). Il parere potrebbe riguardare una pluralità di aspetti, quali la veridicità dei dati contabili, la fattibilità dello sviluppo dell'attività, il *trend* di crescita del settore di attività dell'impresa, la remunerabilità prospettica dell'investimento, la congruità del valore del conferimento richiesto in relazione allo *step* di sviluppo dell'idea innovativa (che potrebbe risultare utile, ad esempio, nei casi di aumento di capitale scindibile)²⁶, ecc. Si tratterebbe, in sostanza, di una informazione non predefinita dal legislatore, a fronte della quale la società emittente deve poi farsi carico di altri oneri informativi. Nel caso di informazioni provenienti da terzi, ad esempio, l'offerente deve confermare "che tali informazioni sono state riprodotte fedelmente e che, per quanto l'offerente sappia o sia in grado di accertare, non sono stati omessi fatti che potrebbero rendere le informazioni riprodotte inesatte o ingannevoli".

Come si diceva, il documento informativo dovrebbe essere redatto in modo tale che le informazioni rappresentate siano comparabili con le offerte svolte tramite il portale. Come può facilmente dedursi da quanto sopra esposto, il documento informativo ben difficilmente può rispettare il requisito della comparabilità tra offerte. Solo in alcuni casi viene messo in evidenza la misura del sovrapprezzo richiesto per euro di capitale, che certamente consente all'investitore di comprendere la composizione del

²⁶ In molti casi viene deciso un aumento di capitale scindibile, prevedendo soglie di aumento più contenute, ma anche senza alcuna soglia. Tale decisione è naturalmente consentita in quanto non esiste alcun divieto in proposito. Ciò suscita, tuttavia, alcune perplessità, in quanto la decisione di finanziare l'attività sociale mediante il *crowdfunding*, per la realizzazione di un'idea innovativa che normalmente richiede una certa entità di patrimonio, perde concretamente di significato laddove le sottoscrizioni siano talmente poche da non consentire il raggiungimento di una determinata soglia che consenta quanto meno l'avvio dell'attività medesima.

prezzo di emissione delle quote (un po' come avviene nella vendita di beni di consumo, in cui il venditore deve esporre il prezzo del bene per confezione e per unità di misura), ma che poco ha a che fare con il "valore" e il "rendimento" del "bene".

Il rispetto del requisito della comparabilità tra offerte, in ogni caso, dovrebbe essere considerato un obbligo che fa capo sia all'offerente, sia al gestore del portale *online* in quanto è ipotizzabile che il gestore del portale collabori con l'offerente nella compilazione del documento informativo²⁷ al fine di consentirgli il rispetto dell'obbligo di cui all'art. 13, comma 2, del Regolamento Consob, che impone al gestore di rendere "disponibili agli investitori, in maniera dettagliata, corretta, chiara, non fuorviante e senza omissioni, tutte le informazioni riguardanti l'offerta che sono fornite dall'emittente affinché gli stessi possano ragionevolmente e compiutamente comprendere la natura dell'investimento, il tipo di strumenti finanziari offerti e i rischi ad essi connessi e prendere le decisioni in materia di investimenti in modo consapevole". Il punto meriterebbe di essere approfondito, in quanto non emerge con chiarezza dalla normativa regolamentare quale sia il confine operativo attribuito al gestore e all'offerente nella redazione del prospetto informativo. L'intervento del gestore nella redazione del documento di offerta ai fini della chiarezza e completezza dell'informazione all'investitore non pare essere limitato alla sola messa a disposizione delle informazioni trasmesse dall'offerente, ma comprende la cura di tutte quelle parti che hanno contenuto rilevante ai fini dell'informazione dell'investitore, muovendo comunque dalla premessa che l'offerente rimane l'unica responsabile della correttezza e veridicità di tali informazioni²⁸.

²⁷ Cfr. U. PIATTELLI, *Il crowdfunding in Italia*, Torino, 2013, 78, il quale ritiene che il gestore, nello svolgimento dei propri obblighi, debba effettuare un minimo di attività di verifica, sebbene nulla possa dirsi su quanto approfondita.

²⁸ Secondo quanto sostenuto da 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 *Riv. dir. banc., dirittobancario.it*, marzo 2018) "il gestore deve descrivere i rischi specifici connessi all'offerente e all'offerta e trascrivere le informazioni fornite dall'offerente/emittente (e relativi aggiornamenti), incluse la descrizione dell'offerente, degli strumenti finanziari e dell'offerta (...)". In tal senso, cfr. anche, F. ACCETTELLA e N. CIOCCA, *Emittente e portale nell'equity-based crowdfunding*, in *Giur. comm.*, 2017, I, 267. Tuttavia, proprio sulla base dell'osservazione secondo cui l'operato del gestore deve mirare a munire l'investitore delle informazioni necessarie a fondare un giudizio di convenienza dell'investimento, non si comprende come il gestore si possa poi accontentare di una documentazione priva di

Tra gli obblighi imposti al gestore, ai fini della tutela dell'investitore, possono certamente annoverarsi quello di verificare che l'atto costitutivo delle PMI preveda il diritto di recesso ovvero il diritto di co-vendita delle quote sottoscritte, nel caso di passaggio del controllo della società a terzi, riconosciuto per tre anni dalla conclusione dell'offerta; l'obbligo di verificare che sussista la sottoscrizione di strumenti finanziari nella percentuale prevista da parte di investitori professionali, fondazioni bancarie, incubatori di *start up* innovative ovvero di investitori a supporto delle PMI come definite all'art. 24, comma 2, del Regolamento; infine, il gestore deve consentire all'investitore di recedere dall'ordine di adesione all'offerta entro sette giorni dalla stessa, o di revocare l'ordine sempre entro sette giorni dal momento in cui gli investitori abbiano avuto conoscenza di un fatto sopraggiunto o di un errore materiale sulle informazioni pubblicate, che siano influenti sulla decisione di investire.

Per il caso specifico dell'obbligo di sottoscrizione di una percentuale delle quote offerte da parte di un investitore professionale, si è detto che tale previsione costituirebbe una tutela indiretta²⁹ per i sottoscrittori *retail*, una sorta di garanzia dell'affidabilità dell'operazione, perché essi possono svolgere una *due diligence* sull'offerente e verificare la correttezza del prezzo di emissione delle quote offerte³⁰ nell'interesse del proprio investimento. Tali osservazioni, già sottoposte a serrata critica³¹ all'indomani dell'avvento della disciplina speciale per le *start up* innovative, hanno perso parte della loro rilevanza per via dell'adattamento delle offerte tramite portali *online* alle aspettative di riuscita dell'operazione di raccolta di risorse finanziarie³².

dettagli in ordine, ad esempio, ai diritti acquisiti con la partecipazione o agli elementi contabili.

²⁹ Di tutela indiretta ha parlato, tra gli altri, I. CAPELLI, *L'equity based crowdfunding e i diritti del socio*, paper presentato al V convegno dell'Associazione Italiana dei Professori di Diritto Commerciale, 21-22 febbraio 2013, e pubblicato sul sito dell'Associazione, 12. L'intento del legislatore di condizionare la riuscita dell'operazione di investimento tramite il *crowdfunding* alla sottoscrizione di una percentuale degli strumenti finanziari offerti era quello di creare un ambiente affidabile. Già nella prima Relazione sull'attività di analisi d'impatto della regolamentazione e sugli esiti della procedura di consultazione, condotta del 2013, veniva messo in evidenza che "la sottoscrizione di soggetti professionali di una quota dell'offerta non risulta essere uno strumento decisivo" ai fini della creazione di un "ambiente affidabile" (6).

³⁰ In tal senso, E. MACCHIAVELLO, cit.

³¹ Cfr. G. MOSCA, *Start up, via libera al regolamento del crowdfunding, ecco cosa cambia*, in *IlSole 24Ore*, 12 luglio 2013.

³² Le società offerenti hanno nel tempo ridotto gradualmente l'obiettivo di raccolta, e hanno offerto quote di nuova emissione per aumenti di capitale sempre meno rilevanti.

Se un tempo l'impegno dell'investitore qualificato poteva dirsi "rilevante", ovvero "non irrisorio", più di recente si sostanzia in un importo veramente ridotto, tanto da non poter costituire argomento alcuno per contribuire a disegnare il complesso delle tutele (dirette e indirette) dell'investitore.

3. *Gli avvertimenti all'investitore in equity crowdfunding e le deroghe alla disciplina codicistica della s.r.l.: caveat emptor.*

A fronte di una opaca e scarsa informazione, il legislatore ha imposto un esteso elenco di avvertimenti: il prospetto informativo non è controllato dalla Consob, sui portali si legge che il sottoscrittore ha compreso le informazioni sui rischi dell'investimento, che si tratta di investimento in titoli illiquidi (senza un mercato di riferimento) e che è a rischio di perdita integrale.

Il gestore deve anche richiamare l'attenzione degli investitori *retail* "sull'opportunità che gli investimenti in attività finanziarie ad alto rischio siano adeguatamente rapportati alle proprie disponibilità finanziarie"³³ e consentire l'accesso alla sezione del portale dove è possibile aderire alle singole offerte solo dopo aver seguito il percorso di *investor education*³⁴

Di conseguenza, il valore della percentuale delle quote destinate agli investitori professionali si è ridotto. Cfr. il 2° e il 3° Report italiano sul *Crowdfunding* del Politecnico di Milano.

³³ Art. 13, comma 3, Regolamento Consob.

³⁴ L'educazione finanziaria, secondo l'OCSE, è "il processo attraverso il quale i risparmiatori e gli investitori, e in generale la più ampia platea di consumatori dei servizi finanziari, migliorano la propria comprensione di prodotti e nozioni finanziarie e, attraverso l'informazione, l'istruzione e la consulenza, sviluppano le capacità e la fiducia necessarie per diventare maggiormente consapevoli dei rischi e delle opportunità finanziarie, per effettuare scelte informate, comprendere a chi chiedere supporto e mettere in atto altre azioni per migliorare il loro benessere finanziario" (OCSE 2005b, *Recommendation on principles and good practices for financial education and awareness recommendation of the council*, in oecd.org/finance/financial-education/35108560.pdf). Sul punto, in senso critico, cfr. M.T. PARACAMPO, *Il ruolo dell'educazione finanziaria nella recente disciplina del mercato finanziario*, in *ilCaso.it*, II, 230/2011 e anche P. ROSSI, *Protezione del risparmiatore-consumatore e alfabetizzazione finanziaria, tra diritto dell'Unione e disciplina nazionale*, in amministrazioneincammino.luiss.it, 27 novembre 2017; sul tema della finanza comportamentale, v. U. MORERA e E. MARCHISIO, *Investitori a razionalità limitata. Conseguenze precettive e indicazioni di politica del diritto*, paper presentato al Convegno del 2012 dell'Associazione Orizzonti del Diritto Commerciale. Sul possibile comportamento dei *crowdfunders* e il relativo approccio della Consob per definire il regime delle tutele, cfr. S. HANKS, G. ROMANO e E. TONELLI, *Madness of Crowds or Regulatory Preconception? The Weak Foundation of Financial Crowdfunding Regulation in US and Italy*, in *European Company Law*, ottobre 2014, Vol. 11, Issue 5.

accessibile sul sito della Consob, cui i portali rinviano (e che è tuttora improntato sull'investimento nelle sole *start up* innovative); fornito informazioni "sulla propria conoscenza ed esperienza per comprendere le caratteristiche essenziali e i rischi che gli strumenti finanziari oggetto dell'offerta comportano" e dichiarato di "essere in grado di sostenere economicamente l'eventuale intera perdita dell'investimento che intende effettuare"³⁵.

Inoltre, sui portali, nella pagina dedicata a "Termini e condizioni", si chiede al sottoscrittore di dichiararsi edotto delle modifiche introdotte dal d.l. 179/2012 in materia di deroghe alla disciplina ordinaria³⁶.

Tale ultima previsione suscita notevoli perplessità, in quanto la portata delle deroghe alla disciplina generale della s.r.l. non è stata ancora compiutamente sviscerata dagli interpreti nelle sue implicazioni, in considerazione anche dell'ampia autonomia statutaria concessa ai soci nella determinazione delle regole che governano i rapporti sociali. Né al momento è stato chiarito qual è l'effettivo regime derogatorio accessibile alle s.r.l. PMI che non svolgono attività innovativa³⁷, né tanto meno le conseguenze che discendono dall'attribuzione di diritti ai quotisti di categoria anche in termini di *governance*³⁸.

³⁵ Art. 15, comma 2, Regolamento Consob.

³⁶ Il gestore, ai sensi dell'art. 15 del Regolamento Consob, "deve fornire agli investitori, in forma sintetica e facilmente comprensibile, anche mediante l'utilizzo di tecniche multimediali, le informazioni relative all'investimento in strumenti finanziari tramite portali", tra cui, appunto, le deroghe al diritto societario previste dall'art. 26 e al diritto fallimentare dall'art. 31 del d.l. 179/2012.

³⁷ V. il contributo di 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.*, presentato al IX convegno annuale di Orizzonti del Diritto Commerciale. Secondo l'A., riassuntivamente, l'assenza del richiamo al comma 3 dell'art. 26 per le s.r.l. PMI non osta all'ammissibilità della creazione di categorie di quote prive del diritto di voto anche per tali offerenti, anche in considerazione dell'ampia autonomia statutaria concessa alle s.r.l. E tuttavia, l'assenza del richiamo al su citato comma potrebbe parimenti essere valorizzata diversamente, in quanto la disciplina non appare unitaria e distingue tra *start up*, PMI innovativa e s.r.l. priva di attività innovativa. L'impressione che se ne può ricevere è quella dell'assenza di una giustificazione all'accesso a tutta la gamma delle deroghe al diritto societario nell'ipotesi di mera attività commerciale. La modulazione del diritto di voto, anche distinto per categorie, per le s.r.l. PMI rimane confinato nei limiti, pur molto ampi, della disciplina della s.r.l. codicistica. Cfr. in tal senso, P. BUTTURINI, *I diritti del socio di s.r.l. e l'autonomia statutaria*, Milano, 2017, 40.

³⁸ Cfr. in tal senso, da ultimo, M. CIAN, *S.r.l. PMI, s.r.l., s.p.a.: schemi argomentativi per una ricostruzione del sistema*, in *Riv. soc.*, 2018, 818, il quale, in tema di tutele dei quotisti di categoria e in relazione agli effetti sulla *governance* derivante dall'attribuzione di

Pochi esempi, ricavati dall'esame concreto dei documenti di offerta finora pubblicati, possono aiutare a spiegare quali effetti possono prodursi a danno dell'investitore in *equity crowdfunding*. In un caso, nel quale il sottoscrittore di categoria, peraltro, non è munito del diritto di voto, una clausola dell'atto costitutivo prevede che l'azione di responsabilità contro l'amministratore possa essere promossa solo per decisione dei soci a maggioranza dei due terzi del capitale, in una situazione in cui il socio amministratore è titolare di una quota della medesima entità. Ancora, in un altro caso, la maggioranza dei soci fondatori detiene il diritto particolare, in caso di liquidazione della società, di essere preferiti rispetto agli altri soci nel rimborso di ogni valore versato a favore della società a qualsiasi titolo (capitale, sovrapprezzo, finanziamento, ecc.). Tale attribuzione particolare mette di fatto in condizione i soci "imprenditori" di avvantaggiarsi anche sull'importo versato da parte dei sottoscrittori di quote di categoria e di valutare il momento più opportuno per mettere in liquidazione la società senza rischiare il proprio patrimonio³⁹.

L'asimmetria informativa è, dunque, notevole e occulta disparità di trattamento talora rilevanti.

In termini generali, si ritiene che il sottoscrittore di quote di categoria non abbia bisogno di una tutela maggiore di quella attualmente offerta dal sistema regolamentare e legale, in quanto viene reso sufficientemente edotto del rischio. In questo senso militano le osservazioni di chi sottolinea che l'ammontare sottoscrivibile dall'investitore non può essere maggiore di € 500 per offerta, con un massimo di € 1000 nell'anno⁴⁰. Per superare tali soglie, il gestore di portale *online* deve provvedere alla profilatura dell'investitore e verificare il superamento del test di appropriatezza delle

limitatissimi diritti alla minoranza dei soci, ipotizza l'obbligo per la s.r.l. PMI di dotarsi almeno di un sindaco che effettui il controllo sulla gestione.

³⁹ Potrebbero farsi molti altri esempi, uno dei quali è l'utilizzo delle somme raccolte a titolo di sovrapprezzo delle quote, in quanto, come noto, pur essendo tali somme imputate a riserva relativamente indisponibile, i soci titolari delle partecipazioni maggioritarie potrebbero facilmente renderle utilizzabili a loro vantaggio, come anche evidenziato da E. TONELLI, *cit.*, 29 s. In una delle offerte, ad esempio, nei prospetti previsionali presentati nel *business plan* risultava che buona parte del patrimonio raccolto sarebbe stato utilizzato per estinguere il debito della società verso i soci (per un importo pari a € 320.000).

⁴⁰ In tal senso si sono espressi alcuni dei soggetti che hanno risposto all'invito della Consob a rendere pareri in occasione dell'ultima consultazione.

sue conoscenze⁴¹, come anche recentemente previsto dalla MiFID II. Tuttavia, sembra che la complessità del test sia elevatissima e che, inoltre, la qualifica di investitore *retail* risultante dal test non impedisca la sottoscrizione di capitale per importi superiori, sotto la dichiarazione di totale assunzione del rischio da parte del sottoscrittore. Risulta, quindi, che non si produce una riduzione della “capacità di agire” dell’investitore, in quanto la norma, evidentemente, va apprezzata nel senso che funge da regola di riparto della responsabilità tra i soggetti coinvolti.

La limitazione all’investimento sotto soglia non appare motivo sufficiente a giustificare l’attuale regime di informazione destinato al sottoscrittore in *equity crowdfunding*; benché si tratti di somme contenute per l’investitore, altrettanto non può dirsi se si considera l’ammontare del finanziamento richiesto dall’offerente⁴². Come è stato osservato, l’assenza di ogni controllo sul prezzo di emissione delle quote ha consentito alle imprese di fissare un prezzo svincolato da ogni valutazione patrimoniale che “rischia di alimentare una ‘bolla’ dannosa per il mercato”⁴³.

Inoltre, l’opacità delle informazioni rese non consente all’investitore di valutare la redditività dell’investimento. A tal proposito, è stato sostenuto in un *Position paper* della Consob⁴⁴ del 2016 che l’investimento

⁴¹ Come sottolineato da C. MOSCA (*Collocamento e offerta al pubblico. Riflessioni su una relazione non strettamente necessaria*, in *Riv. soc.*, 2016, 648), non si comprende la ragione per cui sia stata prevista la disapplicazione della disposizione che obbliga ad effettuare il test di appropriatezza per importi di investimento sotto soglia nel *crowdfunding*, “soprattutto in assenza di una disposizione corrispondente per le operazioni di valore trascurabile nell’ambito della disciplina dei servizi di investimento” (683).

⁴² Cfr. T.L. HAZEN (*Crowdfunding or fraudfunding? Social networks and the Securities Laws – Why the specially tailored exemption must be conditioned on meaningful disclosure*, in *North Carolina Law Review*, 2012, 1769), secondo cui “it makes no sense to sacrifice investor protection simply because there are dollar limits on the investments solicited via crowdfunding”.

⁴³ Cfr. il 2° Report italiano sul *Crowdfunding*, cit., 33.

⁴⁴ *Position Paper* della Consob *L’equity-crowdfunding. Analisi sintetica della normativa e aspetti operativi*, n. 6, agosto 2016, nel quale viene sostenuto che “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 e accrescere la *willingness to pay* dell’investitore. 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: dall’associare il proprio nome a persone o progetti di elevato 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

mediante il *crowdfunding* andrebbe considerato un tipo di investimento diverso da quello tradizionale, in cui l'investitore non è interessato solo al ritorno economico, alla remunerazione derivante dal proprio apporto, perché assume una componente rilevante la soddisfazione morale di partecipare con il proprio contributo alla realizzazione di un progetto d'avanguardia. Tale osservazione può essere ritenuta apprezzabile, se mai, solo per gli investimenti nelle imprese con attività innovativa; essa sbiadisce e perde gran parte del suo valore quanto meno per gli investimenti nelle PMI che esercitano una mera attività commerciale, ammesse anch'esse alla sollecitazione all'investimento mediante il *crowdfunding*⁴⁵.

Quali possono essere allora i rimedi a tutela del socio di categoria? Vi sono norme, anche di rango costituzionale, come quella sulla tutela del risparmio, che possono essere richiamate per ricostruire il regime delle tutele del socio "finanziatore"?

Non si deve trascurare, si diceva, che le società emittenti richiedono apporti per valori anche elevati, pur rimanendo fornite di capitale esiguo in quanto solo una parte residuale di tali apporti concorre all'aumento di capitale. Le più recenti modifiche, poi, inducono a considerare che il legislatore non impone un sistema di controllo interno alle s.r.l. in ragione dell'entità del capitale sociale, in quanto l'obbligo di dotarsi di un collegio sindacale in presenza di un capitale sociale almeno pari a quello minimo per le s.p.a. è stato espunto dall'ordinamento nel 2014. Il collegio sindacale rimane obbligatorio nel caso di società che controlla una società che è obbligata alla revisione legale dei conti. A tal proposito, si deve ricordare che il finanziamento delle attività innovative può essere attuato anche mediante società che investono nell'innovazione. Il finanziamento indiretto dell'idea innovativa, si potrebbe dire, "di secondo grado", può quindi

(*give back*); partecipare ad un movimento di innovazione e di intraprendenza (*emotional value*)" (59 s.).

⁴⁵ Quanto sostenuto nel documento della Consob, citato nella precedente nota, suscita qualche perplessità in quanto sembrerebbe "predeterminare" l'intenzione dell'investitore, il quale è stato da sempre, secondo il pensiero dominante, mosso dall'intento speculativo. Mi sembra che anche la Consob partecipi alla campagna pubblicitaria del fenomeno del *crowdfunding*, stimolando un coinvolgimento emotivo nell'investitore. Nello stesso senso, E. FREGONARA (*Imprese innovative e nuove fonti di finanziamento - L'equity based crowdfunding: un nuovo modello di finanziamento per le start up innovative*, in *Giur. it.*, 2016, 2285), secondo cui "la prospettiva perseguita dal finanziatore, seppur forse spinto da un impulso più emotivo che razionale verso l'iniziativa imprenditoriale proveniente dal *web*, è quella tradizionale di ottenere un rendimento che si realizza sotto forma di partecipazione societaria".

essere attuato mediante la sottoscrizione di quote di una s.r.l. che si impegna ad utilizzare il patrimonio raccolto per la sottoscrizione delle azioni di nuova emissione della società (di cui l'emittente è socia di minoranza) che vuole sviluppare un'idea innovativa. Le sorti dell'investimento possono essere allora ricondotte ad una pluralità di rischi, quelli della emittente e quelli della partecipata. Per di più, la situazione di socio di minoranza non fa scattare l'obbligo di dotazione di un collegio sindacale nella emittente in quanto la partecipazione non sconfina nel controllo. Per quanto lo strumento della società "veicolo" di risorse finanziarie possa essere considerato valido, non si può tacere sul fatto che esso realizza anche l'obiettivo di incentivare un'attività innovativa esercitata in forma di s.p.a., sottraendosi alle regole informative poste a tutela del sottoscrittore.

4. Conclusioni: i rimedi a favore del quotista di categoria e il controllo sul prezzo di emissione.

Come evidenziato, il Regolamento Consob riduce la tutela dell'investitore *retail* alla previsione di misure di natura preventiva⁴⁶, mentre tace in ordine alla disciplina da applicare nel caso di diffusione di informazioni scadenti, opache e fuorvianti, per le quali non è neanche prevista alcuna sanzione per le società emittenti⁴⁷. Si impone, pertanto, la necessità di un'analisi delle norme, contenute nel codice civile e nelle leggi speciali, al fine di ricercare appigli a supporto di una migliore qualità dell'informazione resa dalle emittenti.

Preliminarmente, va escluso che il Regolamento Consob abbia imposto norme a tutela del mercato, nel senso che non si rinvergono nella disciplina di settore disposizioni come quelle previste per le società quotate, obbligate a rendere un'informazione dettagliata sia a favore degli azionisti, sia per il pubblico in modo indifferenziato⁴⁸. Non si riscontra, in termini

⁴⁶ Tra i presidi di natura preventiva è annoverato, tra l'altro, anche l'obbligo del gestore di selezionare i progetti e le società che chiedono l'ammissione alla negoziazione delle quote di categoria sul portale *online* e di rendere noti i criteri di selezione.

⁴⁷ Cfr. in tal senso, V. SANTORO e E. TONELLI, *Equity Crowdfunding ed imprenditorialità innovativa*, in *Riv. dir. banc.*, 07/2014, 9, i quali evidenziano che "il diritto scritto attualmente non prevede alcuna sanzione per l'emittente che abbia trasmesso al pubblico informazioni non veritiere".

⁴⁸ Cfr., a tal proposito, L. PICARDI, *(Mercato finanziario e profili di responsabilità da omesse o inesatte informazioni*, in AA. VV., *Regole e mercato*, a cura di M. Rispoli Farina, A.

concreti, una vigilanza sull'attività svolta e sulla documentazione offerta dalle emittenti che possa esprimersi in termini di garanzia a tutela del mercato⁴⁹, in considerazione proprio del regime di esenzione dalle regole di trasparenza dell'offerta al pubblico.

Tale circostanza è naturalmente frutto della volontà legislativa di creare uno strumento di reperimento di risorse finanziarie, declinato in termini di vendita di partecipazioni sociali, snello e non appesantito dall'apparato normativo che è invece considerato necessario per l'accesso ad un mercato regolamentato⁵⁰.

Tuttavia, e benché la normativa sul *crowdfunding* sia sottratta all'applicazione dell'obbligo di prospetto, non può sottacersi che è imposto all'emittente e al gestore di consentire all'investitore di accedere ad una informazione tale da permettergli di pervenire ad un fondato giudizio sulla convenienza dell'operazione di investimento. Tale "obbligo" evoca il contenuto di cui all'art. 94, comma 2, T.U.F., secondo cui "il prospetto contiene, in una forma facilmente analizzabile e comprensibile, tutte le informazioni che, a seconda delle caratteristiche dell'emittente e dei prodotti finanziari offerti, sono necessarie affinché gli investitori possano pervenire ad un fondato giudizio sulla situazione patrimoniale e finanziaria, sui risultati economici e sulle prospettive dell'emittente (...), nonché sui prodotti finanziari e sui relativi diritti". Il prospetto contiene altresì una nota di sintesi nella quale vengono espone in modo adeguato le informazioni chiave circa le caratteristiche fondamentali dei prodotti finanziari che aiutino gli investitori al momento di valutare se investire in tali prodotti. Infine, ai sensi del comma 8 del medesimo articolo, la

Sciarrone Alibrandi e E. Tonelli, Torino, 2017, Vol. II, 131), che evidenzia la stretta relazione esistente tra informazione e determinazione del prezzo delle partecipazioni, non tanto nella prospettiva di ridurre l'asimmetria informativa in merito alla singola negoziazione, quanto nell'ottica dell'efficienza allocativa del mercato di riferimento. E tanto più si eleva il livello informativo richiesto alle imprese, tanto maggiore sarà l'efficienza del mercato, in quanto realizza l'interesse delle parti. V., anche, C. ANGELICI, *Su mercato finanziario, amministratori e responsabilità*, in *Riv. dir. comm.*, 2010, 10.

⁴⁹ Cfr., ad esempio, A. GUACCERO, *Interesse al valore per l'azionista e interesse della società. Le offerte pubbliche in Italia e negli USA*, Milano, 2007, 98 ss.

⁵⁰ Si pensi ai costi che le società devono sostenere per rendere l'informazione richiesta. Uno dei pregi del *crowdfunding* è proprio quello legato alla riduzione del costo di collocamento delle quote e di quelli dell'informazione finanziaria. Sul tema, cfr. G. FERRARINI, *I costi dell'informazione societaria per le PMI: mercati alternativi, «crowdfunding» e mercati privati*, in *AGE*, 1/2013, 203, il quale mette in risalto che la riduzione del livello di informazione e del controllo sull'informazione stessa aumenta il rischio di frodi come risultato della de-regolazione rispetto al mercato primario.

responsabilità si estende ai soggetti che abbiano influito con il loro contributo a fornire informazioni scorrette che abbiano causato un danno risarcibile all'investitore. La norma presta una forte tutela, in quanto, diversamente da quanto disposto dalla disciplina dell'illecito extracontrattuale⁵¹, prescrive un'inversione dell'onere della prova secondo cui sono i responsabili dell'informazione a dover dimostrare di "aver adottato ogni diligenza allo scopo di assicurare che le informazioni in questione fossero conformi ai fatti e non presentino omissioni tali da alterarne il senso".

Probabilmente, l'accostamento della disciplina informativa dettata per il *crowdfunding* a quella dei mercati finanziari regolamentati introduce una sofisticazione che tradisce la finalità della disciplina stessa.

Sembra, pertanto, opportuno, prima ancora di ricorrere alla normativa delle società quotate, verificare quali siano i presidi rintracciabili nel contesto della s.r.l.

Uno dei rimedi classici a tutela del socio di categoria consiste nella promozione dell'azione di responsabilità per danno diretto al patrimonio del socio e del terzo, *ex art. 2476, comma 6, c.c.*⁵² (a cui si aggiunge la responsabilità dei soci che hanno concorso alla produzione del danno, ai sensi del comma 7 dello stesso articolo). Alla luce dei possibili sviluppi normativi divisati dalla riforma concorsuale⁵³, si dovrà considerare quale effetto potrà produrre l'accesso agli ulteriori rimedi giudiziali alle irregolarità gestorie messi a disposizione dei soci.

Se si dovesse valutare la condotta degli amministratori e dei soci alla sola stregua dell'osservanza degli obblighi imposti dalla legge e dall'atto costitutivo, i rimedi, come facilmente può intuirsi, presenterebbero molti ostacoli alla loro riuscita. Come già evidenziato, l'art. 2481*bis* c.c. non

⁵¹ C. ALTAVILLA, *La responsabilità da prospetto e gli obblighi informativi nei mercati finanziari*, in *Giurcivile*, 2018, I, consultabile all'indirizzo <https://giurcivile.it/responsabilita-da-prospetto/>.

⁵² Cfr., G. MUCCIARELLI, *op. cit.*, 117. L'A. accenna anche al rimedio dell'impugnazione della delibera di aumento di capitale perché affetta da nullità determinata da un prezzo «eccessivo» e «fraudolento». Il Mucciarelli si esprime in termini dubitativi al riguardo, in quanto sostiene che la premessa per l'esperibilità del rimedio è quella di considerare il patrimonio netto come limite superiore alla fissazione del sovrapprezzo.

⁵³ Lo scorso 10 gennaio, il Consiglio dei Ministri ha approvato il decreto attuativo della l. 155 del 2017. Le modifiche alle disposizioni dell'art. 2477 c.c. entreranno in vigore decorsi 18 mesi dalla pubblicazione del decreto legislativo nella Gazzetta Ufficiale.

prevede che gli amministratori debbano individuare i criteri di determinazione del prezzo di emissione, che vi siano controlli sulla congruità dei medesimi criteri, né che vi sia un parametro di riferimento in base al quale fissare il prezzo ad opera dei soci. I sottoscrittori, pertanto, non possono dolersi solo di aver pagato un prezzo troppo alto, quale effetto della scarsa informazione ricevuta, ma devono dimostrare l'intento fraudolento o la falsità dei documenti contabili rilevante ai fini della determinazione a investire⁵⁴; come già detto, il prezzo di emissione delle partecipazioni sociali non ha vincoli di contenimento nel valore massimo, se non quello di collocamento sul mercato.

A tal proposito, e seguendo le suggestioni che provengono dalla disciplina del mercato finanziario, non si può prescindere dalla considerazione dell'investimento come "valore", attuale e prospettico, di un "bene" e alle connesse esigenze informative. In tal senso, e tenendo conto che il *crowdfunding* consente alle s.r.l. di rivolgere una domanda di finanziamento al mercato⁵⁵, nei confronti di soggetti che non hanno il potere di negoziare il loro ingresso nella società, va tenuto in conto che "al centro dell'interesse da parte dell'ordinamento non è il prezzo in sé, ma il processo che conduce alla sua formazione"⁵⁶ e che tale processo è volto ad impedire "che la distanza del prezzo dalla «verità» sia il risultato non di meccanismi spontanei del mercato e delle sue oggettive inefficienze, ma di comportamenti intesi ad accrescere artificialmente tale distanza"⁵⁷.

⁵⁴ Cfr., ad esempio, Cass. 12 giugno 2007, n. 13766, in *Giur. it.*, 2007, 2761, secondo cui "costituisce danno diretto, che legittima la proposizione di un'azione individuale di responsabilità nei confronti degli amministratori, quello risentito nella propria sfera patrimoniale da chi, per effetto di una inveritiera rappresentazione di bilancio, abbia acquistato per un determinato prezzo azioni di una società aventi, in realtà, valore nullo". In relazione proprio alla colposa o dolosa reticenza o alle omissioni di carattere informativo rilevanti ai fini della promozione dell'azione di responsabilità *ex art.* 2395 c.c., cfr. Trib. Milano, sez. impresa, 8 febbraio 2016, in *Fall.*, 2017, 309 (con commento di R. COLOMBO). In tale ultimo caso, gli amministratori avevano indotto una banca a proseguire con la società rapporti negoziali sulla base, appunto, di informazioni reticenti e omissive sulla sopravvenuta situazione di dissesto.

⁵⁵ Usando le parole di G. FERRARINI, cit., 213, "è, infatti, la sollecitazione al pubblico ad investire che genera obblighi informativi - primo tra tutti quello di pubblicare un prospetto - in ragione dell'asimmetria informativa tra offerente/emittente e investitori/oblati. In assenza di una negoziazione effettiva sui termini dell'offerta, l'informazione obbligatoria cerca di mimare quanto le parti di un'operazione avente carattere 'privato' si sarebbero comunicate, nel corso di una normale trattativa, a proposito dell'emittente e degli strumenti finanziari offerti".

⁵⁶ C. ANGELICI, cit., 17.

⁵⁷ V. nota precedente.

E quindi, non appare incongruo o fuori luogo, in relazione all'investimento inteso come valore, ritenere che assume rilevanza centrale il prezzo come esito di una valutazione⁵⁸, nel senso che esso, pur inserito in una contrattazione negoziale, in ragione dell'operazione cui è connesso, cessa di essere il corrispettivo del trasferimento di un bene o di un diritto, per essere considerato espressione dell'equilibrio delle contrapposte esigenze in gioco (di remunerazione dell'investimento e del finanziamento dell'attività sociale)^{59, 60}.

Pertanto, se le disposizioni di cui all'art. 2481*bis* c.c. manifestano la loro inadeguatezza a tutelare, anche solo in via tendenziale, gli interessi del sottoscrittore nel *crowdfunding* (perché quelle disposizioni sono "adatte" nella s.r.l. "chiusa"), si potrebbe auspicare l'applicazione analogica delle disposizioni di garanzia prescritte per la determinazione del sovrapprezzo nell'aumento di capitale della s.p.a.⁶¹, con l'affidamento del compito di

⁵⁸ Si deve dare atto che, secondo una considerazione espressa in dottrina, la discrezionalità nella scelta dei criteri di valutazione e la potenziale pluralità delle valutazioni attribuiscono correttezza all'osservazione secondo cui "il campo di ogni determinazione del valore del bene è intrisa di soggettività" (G. IUDICA, *Il prezzo nella vendita di partecipazioni azionarie*, in *Riv. soc.*, 1991, 752) e che è impossibile pervenire a conclusioni estimative univoche o anche solo prossime. Cfr. anche M. MAUGERI, *Partecipazione sociale, quotazioni di borsa e valutazione delle azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 2014, 93 ss., che, "constatata l'illusorietà della pretesa di rintracciare un valore «reale» della partecipazione o dell'azienda sociale", non manca di commentare che la valutazione può dirsi "«corretta», non in quanto «esatta», cioè espressiva di una (preesistente) qualità intrinseca delle azioni, bensì soltanto ove risponda allo *scopo* perseguito dall'enunciato normativo che ne prevede l'individuazione". Ciò consente di comprendere la ragione per cui la valutazione e la scelta dei criteri siano suscettibili di sindacato giudiziale e siano idonei a fondare la responsabilità degli amministratori per la scelta dei criteri stessi.

⁵⁹ Pur non essendoci ancora un mercato secondario delle partecipazioni sociali acquistate tramite i portali *online*, non è in ogni caso escluso che esigenze di disinvestimento si presentino nel prossimo futuro, per le istanze che possono provenire dagli investitori istituzionali, ovvero perché l'impresa ha superato lo stadio di *start up* e si creino, di conseguenza, le condizioni per la cessione delle partecipazioni. In tali circostanze non vanno deluse le aspettative liquidatorie del risparmiatore.

⁶⁰ Cfr., in tal senso, C. GRIPPA, *Il "giusto" prezzo delle azioni nelle operazioni di assistenza finanziaria*, in *Giur. comm.*, 2016, I, 80.

⁶¹ Avendo riguardo all'autonomia del modello organizzativo della s.r.l. rispetto alla s.p.a., si ritiene in via generale che, laddove sia stata accertata una lacuna nella disciplina codicistica della s.r.l., si deve fare ricorso all'eterointegrazione delle norme solo nell'ipotesi di insuccesso dell'operazione di autointegrazione (cfr., *ex multis*, G. ZANARONE, *Introduzione*, in *Della società a responsabilità limitata*, cit., Tomo I, 26 ss.). La propensione all'integrazione mediante il ricorso alla disciplina della s.p.a. invece si accentua nell'ipotesi di rilevanza economica dell'impresa e degli interessi coinvolti. Nel caso specifico dell'accesso della s.r.l. alla sollecitazione all'investimento, che consente che le partecipazioni sociali siano destinate a essere offerte liberamente al pubblico e che siano

esprimersi sulla congruità dei criteri di determinazione anche solo ad un revisore legale dei conti, se si vuole ritenere un eccesso che la società emittente, per il solo fatto di tentare una raccolta di capitale di rischio tramite la sollecitazione all'investimento, debba munirsi di uno stabile organo di controllo interno. Non va sottaciuto che l'operazione di aumento di capitale va considerata una vicenda c.d. di finanza straordinaria, al pari di altre operazioni che involgono la valutazione d'azienda (come ad esempio, le operazioni di fusione, scissione e assistenza finanziaria), oltre ad essere una vicenda modificativa degli assetti proprietari.

Come accade nelle altre vicende in cui ragioni di tutela del contrente debole determinano la previsione di procedimenti e di "valutazioni", andrebbe applicata per analogia la disciplina "garantista", o quantomeno informativa, dettata in vicende del tutto analoghe in relazione all'entità economica dell'operazione e alla tutela dei soggetti partecipanti all'operazione. D'altra parte, il principio costituzionale della libertà ed iniziativa economica incontra il limite delle norme in tema di rescissione per lesione e della "serietà" del prezzo, ossia della sua corrispondenza al valore del bene.

connotate da diritti diversi in deroga ad alcune norme rilevanti sui diritti sociali, è sorto in dottrina il quesito della sufficienza della disciplina del codice civile a far fronte ai possibili problemi che l'apertura della s.r.l. crea. Ad esempio, in tema di assetto organizzativo, si è posto il quesito in dottrina se la previsione di quote di categoria prive di taluni diritti sociali non implichi la necessità di avvicinare il modello di *governance* della s.r.l. a quello della s.p.a., per cui sorgerebbe l'obbligo per la s.r.l. PMI di dotarsi di un organo di controllo interno (M. CIAN, *S.r.l., s.r.l., s.p.a.: schemi argomentativi per una ricostruzione di sistema*, cit.).