

EQUITY CROWDFUNDING E S.R.L. "APERTA"

... MA FINO A CHE PUNTO?

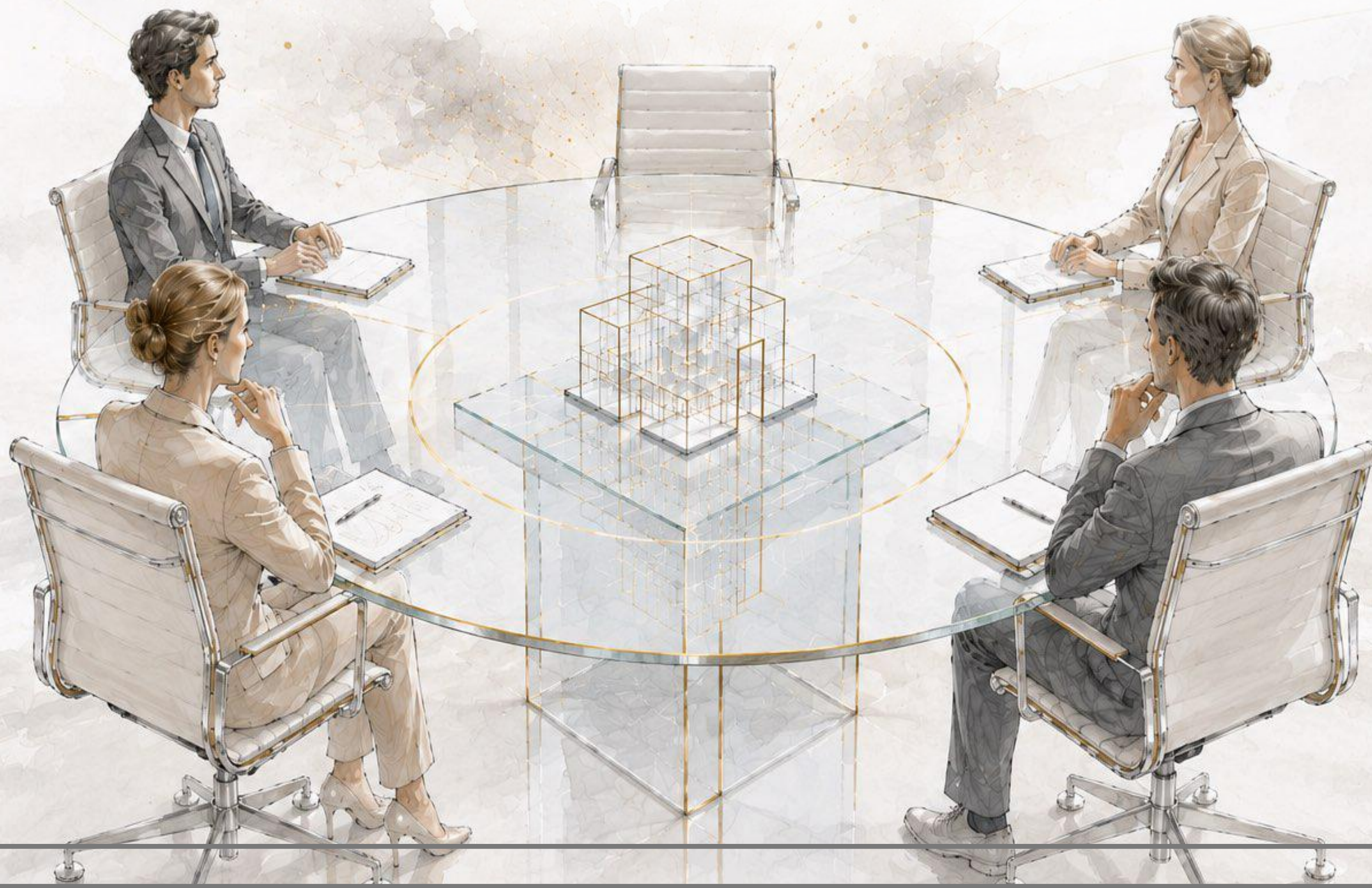
**STRUTTURA FINANZIARIA,
GOVERNANCE
E IDENTITÀ DEL TIPO SOCIETARIO**

OPPORTUNITÀ - CRITICITÀ - PROSPETTIVE

UNA NUOVA PORTA SUL MERCATO.

OGGI TUTTE LE S.R.L. POSSONO APRIRE IL PROPRIO CAPITALE

ALL'EQUITY CROWDFUNDING



*Il **crowdfunding** costituisce una tecnica di raccolta delle risorse finanziarie fondata sull'utilizzo di **piattaforme digitali** attraverso le quali una pluralità indifferenziata di investitori può contribuire al finanziamento di una certa iniziativa imprenditoriale.*

*Nella variante dell'**equity crowdfunding**, il finanziamento avviene mediante sottoscrizione di partecipazioni sociali della società offerente.*



DA ECCEZIONE A POSSIBILITÀ GENERALE.

UN PERCORSO NORMATIVO
IN CONTINUA EVOLUZIONE

2012

Prime forme di equity crowdfunding
(per startup innovative).

2017

Estensione alle PMI innovative.

2023/2024

L'art. 100-ter TUF consente l'offerta
al pubblico di quote di S.r.l.

2026

La riforma dei mercati dei capitali
conferma e coordina il quadro
normativo.

UNA GRANDE OPPORTUNITÀ



ACCEDERE A NUOVE RISORSE



COINVOLGERE INVESTITORI



SOSTENERE LA CRESCITA



DARE VISIBILITÀ AL PROGETTO



MA L'EQUITY CROWDFUNDING NON È SOLO UN FINANZIAMENTO.

CHI INVESTE DIVENTA SOCIO.

E con l'ingresso di nuovi soci nella società si aprono questioni che vanno ben oltre la raccolta di capitale.

I NUOVI EQUILIBRI DELLA S.R.L.

*Accanto ai **soci tradizionali** (c.d. “**imprenditori**”), la compagine sociale della S.r.l. crowdfunded si arricchisce della presenza dei **soci c.d. “investitori”** (o “**finanziari**”), la cui partecipazione si giustifica principalmente in ragione dell’apporto di capitale e non del coinvolgimento diretto nell’organizzazione della società. Ciò impone l’esigenza di affrontare nuove problematiche connesse a:*



DIRITTI INDIVIDUALI
dei soci “imprenditori”



PROCEDIMENTO
DECISIONALE



TRASFERIMENTO
DELLE PARTECIPAZIONI



TUTELA COLLETTIVA
dei soci “investitori”

L'*equity crowdfunding* consente alle imprese di superare, almeno in parte, le tradizionali difficoltà di accesso al credito e ai canali ordinari di finanziamento.

Ma non cambia soltanto il modo in cui la S.r.l. si finanzia.

Esso apre progressivamente la S.r.l. al mercato degli investimenti e introduce, anche in questo tipo societario, logiche proprie delle società aperte e del mercato finanziario, quali:

- ***La deroga al divieto di offerta al pubblico delle quote di S.r.l.***
- ***La standardizzazione e la dematerializzazione della partecipazione***
(quest'ultima limitatamente alle S.r.l. che presentino i requisiti dimensionali di P.M.I.)
- ***L'introduzione di categorie di quote fornite di diritti differenti***
- ***La tendenza verso forme di circolazione intermediata delle partecipazioni***

Il risultato?

Una maggiore fungibilità dell'investimento nella S.r.l. e una progressiva "**spersonalizzazione della qualità di socio** (*rectius*: un progressivo allontanamento dalla figura del socio personalmente coinvolto nella società).

Ed è proprio qui che iniziano le tensioni.

La disciplina tradizionale della S.r.l. è infatti costruita intorno alla centralità della persona del socio e ciò comporta:

- ***Il coinvolgimento diretto dei soci nell'organizzazione della società***
- ***La tendenziale ristrettezza della compagine sociale***
- ***L'intensa rilevanza organizzativa dei diritti individuali***

PERCHÉ
IO?

RENDITA
SUBITO!

??

TROPPI

NON CAPISCO
NULLA!

IO NON INVESTO
IN QUESTO SETTORE

VOGLIO
USCIRE!

LA PROBLEMATICITA' RELATIVA A QUEI DIRITTI CHE, NELLA S.R.L. SPETTANO INDIVIDUALMENTE A CIASCUN SOCIO, A PRESCINDERE DAL VALORE DELLA QUOTA

QUANTO
RENDE?

€€€

NON MI
FIDO!

FALLISCE?

VOGLIO
CONTROLLO
DIRETTO!

NON È CHIARO
IL RUOLO
DELL'INTERMEDIARIO

IO
DI



Criticità emergono con riguardo ai diritti e alle prerogative individuali che la legge attribuisce al socio in quanto tale, ***quindi per il solo fatto di rivestire la qualifica di socio, indipendentemente dal valore della sua quota***. Il riferimento è, in particolare:

- **AL DIRITTO DI INFORMAZIONE E CONSULTAZIONE** (cfr. art. 2476, c. 2 c.c., il quale riconosce ai soci che non partecipano all'amministrazione il diritto di avere dagli amministratori notizie sullo svolgimento degli affari sociali e di consultare, anche tramite professionisti di fiducia, i libri sociali e i documenti contabili);
- **AL DIRITTO ALL'IMPUGNAZIONE INDIVIDUALE DELLE DECISIONI SOCIALI** (l'art. 2479-ter, c. 1 c.c., attribuisce, ai soci che non abbiano consentito alla decisione, il potere di impugnare le decisioni non conformi alla legge o all'atto costitutivo);
- **E ALLA LEGITTIMAZIONE ALL'AZIONE DI RESPONSABILITÀ NEI CONFRONTI DEGLI AMMINISTRATORI** (ex art. 2476, c. 3, c.c.).

I diritti elencati sono espressione del “principio personalistico” che da sempre connota la partecipazione del socio in una Srl.

La loro estensione ad una platea potenzialmente diffusa di investitori finanziari rischia invece di:

- **determinare *fenomeni di abuso***
- ***ostacolare il funzionamento dell’attività sociale***
- ***ed alterare gli equilibri organizzativi della società.***

Per ovviare a tali problematiche non è raro che le società interessate introducano, per via statutaria, **categorie di quote prive dei suddetti diritti di natura amministrativa**, attributive di diritti patrimoniali, eventualmente “maggiorati” rispetto a quelli spettanti ai soci c.d. “ordinari”. Ma se lo Statuto non contiene simili previsioni, sorge l’esigenza di determinare quale sorte debba essere riservata ai suddetti diritti amministrativi, con riferimento ai soci c.d. “finanziari”. Sul punto, la **normativa dettata in materia di governance di S.r.l. è muta.**

PROBLEMATICHE RELATIVE AL PROCEDIMENTO DECISIONALE



Sul piano del *funzionamento* dell'organizzazione societaria, la disciplina propria della S.r.l. in materia di **assunzione delle decisioni dei soci e procedimento assembleare** mostra diversi profili di inadeguatezza.

SE I SOCI-INVESTITORI SONO TITOLARI DI QUOTE SENZA DIRITTO DI VOTO — ipotesi frequente per gli investitori *crowdfunders* c.d. “*retail*” — non è chiaro quali prerogative debbano comunque essere loro riconosciute.

Si discute, in particolare, se tali soggetti possano:

- partecipare all'assemblea (pur senza esprimere il voto);
- esercitare i poteri che la disciplina codicistica riconosce a determinate aliquote del capitale sociale ed incidere, per questa via, sul procedimento di formazione delle decisioni dei soci. Il riferimento è soprattutto all'**art. 2479, comma 1, c.c.**, che attribuisce ai soci titolari di almeno un terzo del capitale sociale il potere di sottoporre alla decisione dei soci materie non già riservate alla loro competenza, sottraendone così la decisione all'organo amministrativo: è il c.d. **potere di avocazione**.

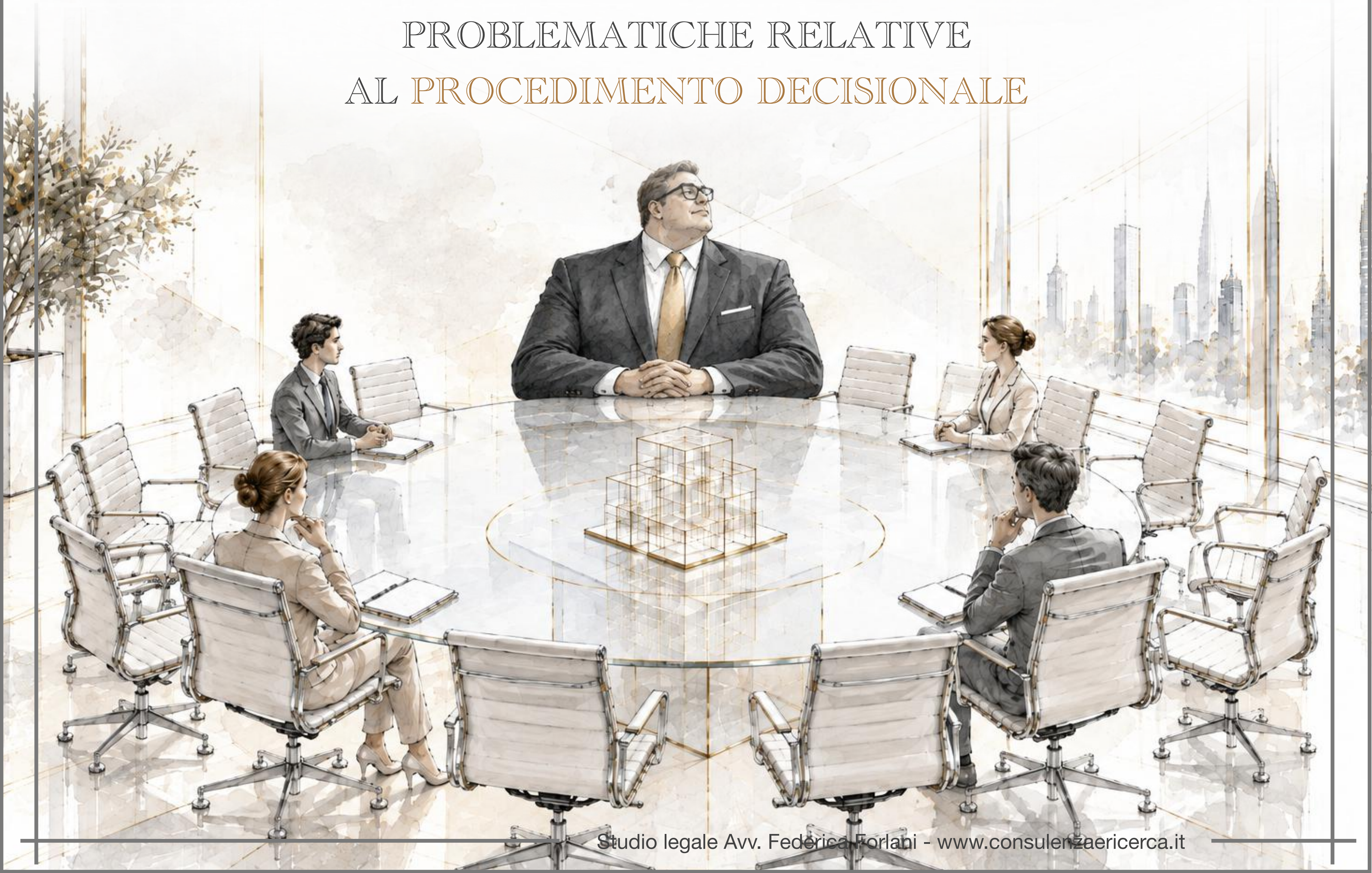
SE, INVECE, I SOCI-INVESTITORI SOTTOSCRIVONO QUOTE DOTATE DI DIRITTO DI VOTO — ipotesi tipica dell'investimento riconducibile ai c.d. investitori formali (*business angels* e *venture capitalists*), ma suscettibile di ricorrere anche in contesti differenti — emerge l'esigenza di ***ricorrere a modalità decisionali alternative rispetto al procedimento assembleare tradizionale.***

Il metodo collegiale è certamente più idoneo ad assicurare un confronto consapevole tra i soci. Tuttavia, in presenza di una compagine tendenzialmente diffusa, la sua generalizzata imposizione rischia di rendere più difficoltosa proprio la partecipazione dei soci-investitori.

Il problema diventa allora quello di individuare modalità di formazione della volontà sociale capaci di conciliare due esigenze:

- ***conservare le garanzie proprie del procedimento collegiale;***
- ***favorire l'effettiva partecipazione degli investitori, anche mediante un più ampio ricorso a forme di partecipazione a distanza.***

ULTERIORI
PROBLEMATICHE RELATIVE
AL PROCEDIMENTO DECISIONALE



Alle problematiche appena indicate si aggiungono quelle derivanti dalle modifiche apportate alla disciplina del TUF dal d.lgs. 30/2023. A seguito di tale decreto, l'art. 100-ter TUF ha introdotto un **regime alternativo rispetto a quello previsto dall'art. 2470, comma 2, c.c.** per la sottoscrizione e la successiva circolazione delle quote di S.r.l. nell'ambito delle offerte di *equity crowdfunding*.

Aderendo a tale regime:

- l'investitore non ottiene l'immediata intestazione della partecipazione;
- **la quota viene iscritta in capo all'intermediario abilitato, che la detiene in nome proprio e per conto dell'investitore;**
- l'intermediario risulta iscritto nel registro delle imprese come **“socio per conto di terzi”**, salva l'ipotesi delle partecipazioni eventualmente sottoscritte o acquistate per conto proprio;
- al singolo investitore viene rilasciata una **certificazione nominativa e non trasferibile**, che costituisce titolo per l'esercizio dei diritti sociali;
- resta ferma la possibilità per l'investitore di chiedere, in qualsiasi momento, l'intestazione diretta della partecipazione.

Ne deriva una dissociazione tra intestazione formale della partecipazione e legittimazione all'esercizio dei diritti sociali:

- la prima fa capo all'intermediario;
- la seconda rimane riferita al singolo sottoscrittore.

L'intermediazione prevista dall'art. 100-ter TUF sembra quindi incidere soprattutto sulle **modalità di sottoscrizione, intestazione e circolazione delle partecipazioni**, senza attribuire, di per sé, all'intermediario autonomi poteri di gestione o amministrazione della quota. Una parte della dottrina ha inoltre evidenziato l'esistenza, in capo all'intermediario, di un *rigoroso divieto di deleghe "in bianco" o "discrezionali"*.

Ciò non esclude, tuttavia, possibili ricadute sulla governance. In concreto, una significativa concentrazione dell'esercizio delle prerogative sociali in capo a un unico soggetto che, rispetto alla S.r.l., non è "imprenditore", ma neppure propriamente "socio", può determinare:

- **asimmetrie informative**
- **rischi di blocco decisionale**
- difficoltà nel raggiungimento dei **quorum necessari** per l'adozione di decisioni rilevanti
- **conflitti d'interesse**

Il problema, dunque, non riguarda soltanto la tecnica di intestazione e circolazione delle quote, ma anche **gli effetti che la concentrazione dell'esercizio delle prerogative sociali può produrre sul funzionamento concreto della S.r.l.**

PROBLEMATICHE
RELATIVE ALLE **ISTANZE DI TUTELA** NEI CONFRONTI
DEI SOCI-INVESTITORI



La presenza, nella compagine sociale di una *S.r.l. crowdfunded*, di **investitori meramente finanziari** lascia emergere ***l'esigenza di individuare strumenti di tutela collettivi*** (in quanto tali, non affidati esclusivamente all'iniziativa individuale del singolo).

Tale esigenza sembra richiedere, in particolare:

- **UN RAFFORZAMENTO DELLA TRASPARENZA INFORMATIVA**
- **LA PREDISPOSIZIONE DI FORME DI CONTROLLO COLLETTIVO O MAGGIORMENTE ISTITUZIONALIZZATE**

La necessità di tali presidi si fa ancora più pressante qualora – ricorrendo all'autonomia statutaria o all'applicazione analogica di altra disciplina – si vadano a comprimere, nei confronti dei soci-finanziatori, i suddetti diritti individuali che la disciplina codicistica riconosce indistintamente ai soci, ma che risultano strutturalmente coerenti con un modello di *S.r.l.* imperniato sulla partecipazione attiva del socio all'organizzazione della società.

Si consideri poi che, entro determinate soglie dimensionali, la *S.r.l./PMI*, stando al dato normativo testuale, non è tenuta a dotarsi di un organo di controllo o di un revisore (art. 2477 c.c.) e può redigere il bilancio in forma abbreviata (art. 2435-*bis*, in quanto richiamato dall'art. 2478-*bis*, c.c.).

PROBLEMATICHE RELATIVE ALLA CIRCOLAZIONE DELLE PARTECIPAZIONI



Negli statuti delle S.r.l. non è infrequente rinvenire clausole - che trovano legittimazione nella disciplina positiva dettata in relazione al tipo di società in considerazione - dirette a controllare l'ingresso di nuovi soci.

Tra queste:

- **DIRITTI DI PRELAZIONE A FAVORE DEGLI ALTRI SOCI**
- **CLAUSOLE DI GRADIMENTO**
- **ULTERIORI LIMITAZIONI ALLA CESSIONE DELLE QUOTE A SOGGETTI ESTRANEI ALLA COMPAGINE SOCIALE**

Tali clausole, particolarmente coerenti con l'esigenza, tradizionalmente connessa alla connotazione personalistica della partecipazione in S.r.l., sono funzionali a consentire ai soci un controllo sulla composizione della compagine sociale.

Quando la società apre il proprio capitale all'*equity crowdfunding*, tuttavia possono rivelarsi problematiche. Vincoli particolarmente stringenti alla trasferibilità delle partecipazioni possono infatti ostacolare il successivo trasferimento e rendere più complessa la gestione delle operazioni.

IL RUOLO FONDAMENTALE CHE RIVESTE L'**AUTONOMIA STATUTARIA**

LO STATUTO PUÒ FARE MOLTO:

- **CATEGORIE DI QUOTE**
- **DIRITTI PARTICOLARI**
- **LIMITI AL DIRITTO DI VOTO DEI SOCI FINANZIARI**
- **MECCANISMI DI RAPPRESENTANZA**
- **CLAUSOLE AD HOC**

L'autonomia statutaria svolge un ruolo essenziale nel coordinamento tra le esigenze proprie del *crowdfunding* e la disciplina della S.r.l.; coordinamento rispetto al quale – come si è visto - il legislatore sembra aver lasciato irrisolti numerosi profili.

Non è tuttavia scontato che gli statuti, in concreto, contengano previsioni rivolte a disciplinare tali aspetti o che - all'opposto - la Srl non utilizzi l'ampia autonomia della quale dispone in difformità agli obiettivi previsti con il *crowdfunding*.

LA DOTTRINA STA PROVANDO A DARE RISPOSTE.

A FRONTE DI QUESTI PROBLEMI SI SONO FORMATI
DIVERSI ORIENTAMENTI
TRA LORO CONTRASTANTI



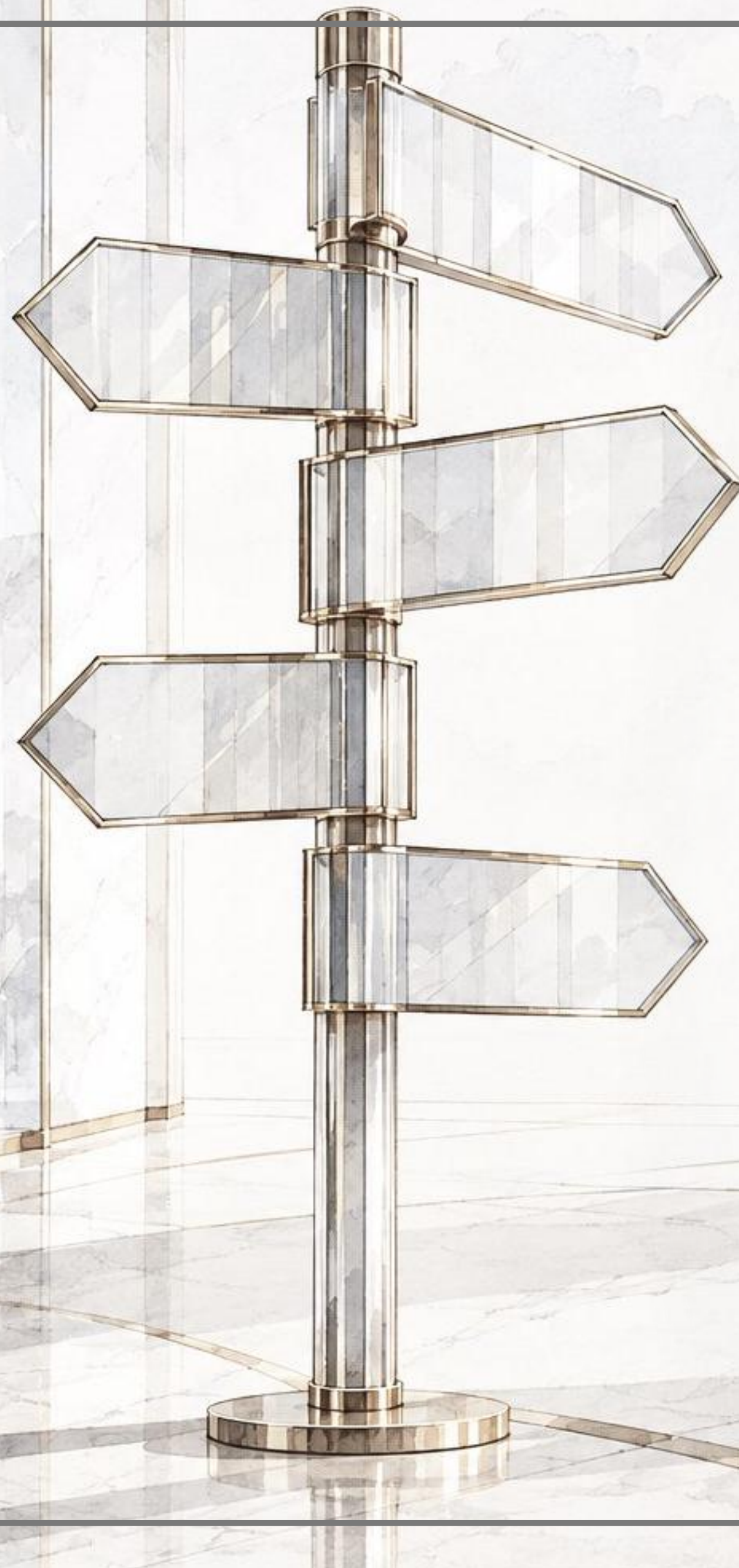
un orientamento riconduce il fenomeno alla figura della

“S.R.L. APERTA”

**e di conseguenza propone di estendere a tale fattispecie alcune
norme dettate in tema di S.p.a. che fanno ricorso al mercato del
capitale di rischio**

An architectural rendering of a modern urban scene. On the left is a tall, rectangular glass building with multiple levels of terraces, each featuring small trees and groups of people. On the right is a large, curved glass building with a prominent circular interior space visible through the glass, also populated with people. The foreground shows a wide, paved plaza with many people walking. In the background, other city buildings and trees are visible under a soft, hazy sky.

**altro orientamento suggerisce
l'applicazione analogica della disciplina dettata per gli
“O.I.C.R. CHIUSI”**



MOLTI INTERROGATIVI RESTANO PERÒ APERTI

- **NON ESISTE UNO STATUTO DELLA "S.R.L. CROWDFUNDED" COMPIUTAMENTE DEFINITO**
- **PERMANE L'INCERTEZZA SU QUALE DISCIPLINA APPLICARE ALLE DIVERSE QUESTIONI CHE VENGONO IN RILIEVO**
- **LE RICOSTRUZIONI TEORICHE ATTENUANO I PROBLEMI, MA SONO ANCORA LONTANE DAL PERVENIRE AD UNA SOLUZIONE CONDIVISA**

inoltre....

IL PROBLEMA DI FONDO RESTA





Ferma restando la necessaria conformazione di una parte delle partecipazioni in modo da preservare le prerogative amministrative che la disciplina della S.r.l. considera inderogabili,

la società può, in astratto, raccogliere mediante crowdfunding anche l'intero capitale sociale,

oppure sono ravvisabili ulteriori limiti, non attinenti alla conformazione delle singole partecipazioni, ma alla complessiva compatibilità della struttura finanziaria del tipo S.r.l., come risultante dopo l'apertura al crowdfunding?

UNA SOLA CERTEZZA.

*L'EQUITY CROWDFUNDING NON FINISCE
QUANDO SI CHIUDE LA RACCOLTA.*

*È ALLORA CHE COMINCIA
LA SOCIETÀ CHE È STATA COSTRUITA*

*La progettazione giuridica dell'operazione,
la conformazione delle partecipazioni
e la predisposizione delle regole statutarie
richiedono una valutazione preventiva
particolarmente attenta.*

*Ma poi la sfida continua: una volta aperta al
capitale diffuso, la società deve essere gestita
attraverso regole di governance coerenti con la
nuova struttura proprietaria e con il tipo societario
prescelto.*

NUOVE OPPORTUNITÀ **GRANDI RESPONSABILITÀ**

La porta è stata aperta.

I confini della stanza,

invece,

sono ancora da definire

