

XXXII Convegno di studio su

Società a responsabilità limitata, piccola e media impresa,

mercati finanziari: un mondo nuovo?

Courmayeur, 14 - 15 settembre 2018

Profili organizzativi e disciplina applicabile alle s.r.l. P.M.I.

ORESTE CAGNASSO

SOMMARIO: 1. Premessa. - 2. S.r.l. non P.M.I., chiuse con quote personalizzate o *standard*, aperte. - 3. La s.r.l. è il tipo ideale per le P.M.I. aperte? - 4. Le tecniche di costruzione della disciplina delle s.r.l. aperte. - 5. La *governance* delle s.r.l. aperte: la posizione del socio privo del diritto di voto. - 6. La *governance* delle s.r.l. aperte: la responsabilità dell'organo gestorio. - 7. La *governance* delle s.r.l. aperte: il controllo "istituzionalizzato". - 8. La *governance* delle s.r.l. aperte: le regole di trasparenza.

1. Premessa.

Come è noto ed è facilmente constatabile, la s.r.l. costituisce il tipo societario più utilizzato dalle P.M.I., offrendo una disciplina flessibile e consentendo la possibilità di finanziamenti attraverso canali diversi da quelli tradizionali ed in particolare l'*equity crowdfunding*.

Infatti il d. l. 24 aprile 2017, n. 50, convertito dalla legge del 21 giugno 2017, n. 96, contenente misure urgenti per lo sviluppo, al primo comma dell'art. 57, denominato "Attrazione per gli investimenti", dispone: "*all'articolo 26, commi 2, 5 e 6, del decreto - legge 18 ottobre 2012, n. 179, convertito, con modificazioni, dalla legge 17 dicembre 2012, n. 221, le*

parole: "start - up innovative" e "start - up innovativa", ovunque ricorrano, sono sostituite dalla seguente: "PMI" ". I tre commi richiamati, relativi alle deroghe al diritto societario previste per le s.r.l. *start up* innovative ed estese prima alle PMI innovative ed ora a tutte le P.M.I., concernono la possibilità per queste ultime, qualora costituite in forma di s.r.l., di creare categorie di quote, offrirle al pubblico anche attraverso il *crowdfunding*¹, acquistare proprie partecipazioni nell'ottica della formulazione di piani di incentivazione.

Le nuove regole, come si è osservato, concernono le s.r.l. qualificabili come P.M.I.² e quindi con un numero di dipendenti inferiore a 250 ed un fatturato annuo non superiore a 50 milioni di euro o, alternativamente, un totale di bilancio non superiore a 43 milioni di euro. Si tratta del maggior numero delle s.r.l..

Con radicale modificazione dei connotati tipologici la s.r.l., o quasi tutte le s.r.l., quelle P.M.I. (indipendentemente dall'essere innovative³), possono quindi essere

¹ Sul *crowdfunding* v., in particolare, I. CAPELLI, *Brevissime considerazioni sull'equity based crowdfunding*, in *Riv. dir. bancario*, 2014, p. 1 ss.; A. OTTOLIA, *L'equity crowdfunding tra incentivi al recepimento del capitale di rischio per start up innovative e responsabilità*, in *Diritto delle banche e dei mercati finanziari*, 2014, I, p. 40 ss.; M. L. VITALI, *Equity crowdfunding: la nuova frontiera della raccolta del capitale di rischio*, in *Riv. soc.*, 2014, p. 371 ss.; G. FERRARINI, *I costi dell'informazione societaria per le P.M.I.: mercati alternativi, crowdfunding e mercati privati*, in *Società, banche e crisi d'impresa. Liber amicorum Pietro Abbadessa*, 3, Torino, 2014, p. 2077 ss., *ivi* p. 2089 ss.; A. GUACCERO, *La start up innovativa in forma di società a responsabilità limitata: raccolta del capitale di rischio ed equity crowdfunding*, in *Impresa e mercato. Studi dedicati a Mario Libertini*, I, Milano, p. 245 ss.; L. KLÖHN, L. HORNUF, T. SCHILLING, *The Regulation of Crowdfunding in the German Small Investor Protection Act*, in *Riv. dir. soc.*, 2015, p. 767 ss.; E. FREGONARA, *L'"equity based crowdfunding": un nuovo modello di finanziamento per le "start up" innovative*, in *Giur. it.*, 2016, p. 2287 ss.; F. ACCIETTELLA - N. CIOC, *Emittente e portale nelle equity-based crowdfunding*, in *Giur. comm.*, 2017, I, p. 237 ss.; N. DE LUCA - S. L. FURNARI - A. GENTILE, voce *Equity crowdfunding*, in *Digesto delle discipline privatistiche. Sezione commerciale. Aggiornamento*, Torino, 2017, p. 159 ss.; A. GIANNELLI - A. MATINO, *Offerte al pubblico di prodotti finanziari*, in P. Sfamini - A. Giannelli, *Diritto degli intermediari e dei mercati finanziari*, 3^a ediz., Milano, 2018, p. 339 ss..

² Sulla rilevanza del dato dimensionale nella disciplina societaria mi sia consentito di rinviare a O. CAGNASSO, *Tipi societari, categorie, "varianti" e la rilevanza delle dimensioni dell'impresa. Il "caso" del bilancio in forma abbreviata*, in *Giur. it.*, 2016, p. 2527 ss..

³ Sulle *start up* e P.M.I. innovative, nonché sulle P.M.I. in forma di s.r.l. cfr. P. SPADA - M. MALTONI, *L'impresa start up innovativa costituita in società a responsabilità limitata*, in *Riv. not.*, 2013, p. 579 ss.; E. FREGONARA, *La start up innovativa*, Giuffrè, Milano, 2013; G. MARASA', *Considerazioni sulle nuove s.r.l.: s.r.l. semplificate, s.r.l. ordinarie e start up innovative prima e dopo la l. n. 99/2013 di conversione del d. l. n. 76/2013*, in *Società*, 2013, p. 1095 ss.; O. CAGNASSO, *Note in tema di start up innovative, riduzione del capitale e stato di crisi (dalla "nuova" alla "nuovissima" s.r.l.)*, in *Il Nuovo Diritto delle Società*, 5/2014, p. 9 ss.; M. COSSU, *Le start up innovative in forma di società a responsabilità limitata. Profili privatistici*, in *Società, banche, crisi d'impresa. Liber amicorum Pietro Abbadessa*, 2, Torino, 2014, p. 1715 ss.; P. BENAZZO, *La s.r.l. start up innovativa*, in *Le nuove leggi civili commentate*, 2014, p. 101 ss.; M. CIAN, *Le start up innovative a responsabilità limitata:*

configurate come società aperte con partecipazioni diffuse tra il pubblico. Inoltre, anche in deroga alla regola della proporzionalità tra diritti e partecipazioni ed alle disposizioni in tema di diritti particolari, hanno la facoltà di creare categorie di quote fornite di diritti diversi.

Oggi pertanto accanto alle s.p.a. chiuse o aperte si possono riscontrare anche s.r.l. chiuse o aperte. Con un'inversione di prospettive: la s.p.a. aperta deve superare determinate soglie; la s.r.l. aperta non può superarle. In altre parole, la s.p.a. aperta è tendenzialmente una "grande" impresa; la s.r.l. aperta è una piccola - media impresa. Inoltre il legislatore ha inserito le P.M.I. aperte nel contesto non solo della s.p.a., ma anche della s.r.l., tipo funzionale alle società chiuse, senza dettare alcuna disciplina esclusivamente riconducibile al carattere aperto.

La possibilità di creare categorie di quote infatti vale anche per le s.r.l. chiuse: il dato letterale non distingue tra queste ultime e le s.r.l. aperte. Le stesse clausole contenute nel modello *standard* di s.r.l. *start up* innovativa (applicabili nel caso in cui si

partecipazioni, altri rapporti partecipativi e nuovi confini del tipo, ibid., 2014, p. 1178 ss.; ID., *Società start up innovative e P.M.I. Innovative*, in *Giur. comm.*, 2015, I, p. 969 ss.; in *I modelli d'impresa societaria tra tradizione e innovazione nel contesto europeo* a cura di P. Montalenti, Giuffrè, Milano, 2016, p. 89 ss.; M. COSSU, *Nuovi modelli di s.r.l. nella legislazione italiana recente*, in *Banca, borsa, titoli di credito*, 2015, p. 448 ss.; A. BOLLETTINARI, *Le novità previste dal d. l. 3/2015: l'introduzione delle "piccole e medie imprese innovative" e la modifica della disciplina della "start up innovativa"*, in *Il Nuovo Diritto delle Società*, 4/2015, p. 43 ss.; S. GUIZZARDI, *L'impresa start up innovativa costituita in forma di s.r.l.*, in *Giur., comm.*, 2016, I, p. 549 ss.; N. DE LUCA, *Crowdfunding e quote dematerializzate di s.r.l.? Prime considerazioni*, in *Nuove leggi civili comm.*, 2016, p. 1 ss.; G. VISENTINI, *Appunti sulle nuove regole per il finanziamento delle P.M.I. e start up innovative*, in *Regole e mercato* a cura di M. Rispoli Farina, A. Sciarrone Alibrandi, E. Tonelli, II, Torino, 2017, p. 274 ss.; C. LIMATOLA, *Passaggi generazionali e posizioni di governo nella s.r.l.*, Torino, 2017, p. 233 ss.; P. BENAZZO, voce *Start up e P.M.I. Innovative*, in *Digesto delle discipline privatistiche. Sezione commerciale. Aggiornamento*, Utet, Torino, 2017, p. 467 ss.; L. DE ANGELIS, *La s.r.l. cent'anni dopo, una società à la carte*, in *Società*, 2018, p. 684 ss.; E. DESANA, *L'impresa fra tradizioni e innovazione*, Giappichelli, 2018, p. 166 ss.; C. A. BUSI, *Applicabili nelle srl molte norme delle spa: le regole nei nuovi atti costitutivi*, in *Società e Contratti, Bilancio e Revisione*, 2018, n. 1, p. 6 ss.; n. 2, p. 6 ss.; N. ABRIANI, *Struttura finanziaria, assetti proprietari e assetti organizzativi della società a responsabilità limitata P.M.I. "Que reste-t-il della s.r.l.?"*, relazione presentata al IX Convegno Annuale dell'Associazione "Orizzonti del Diritto Commerciale" - Roma, 23 - 24 febbraio 2018; 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.*, in *Il Nuovo Diritto delle Società*, 2018, p. 915 ss.; P. BENAZZO, *Categorie di quote, diritti di voto e governance della "nuovissima" s.r.l.: quale ruolo e quale spazio per la disciplina azionaria nella s.r.l. - PMI aperta?*, in corso di pubblicazione in *Riv. soc.* (che ho potuto consultare per la cortesia dell'Autore); v. anche *La nuova disciplina delle (PMI) società a responsabilità limitata*, Studio n. 101-2018/I approvato dalla Commissione Studi d'Impresa il 19 aprile 2018 del Consiglio Nazionale del Notariato..

intenda ricorrere alla costituzione con atto sottoscritto con modalità digitali) comprendono la possibilità della previsione di categorie di quote senza collegarla al carattere aperto della società. Ed invero anche nelle società chiuse potrebbe aversi la presenza di soci "imprenditori" e di soci "finanziatori" e quindi risultare utile la formazione di categorie di quote con differente contenuto. Per contro è chiaro che difficilmente potrà ipotizzarsi una società aperta senza la creazione di categorie di quote per il pubblico di sottoscrittori. Anche la possibilità di acquisto di quote proprie può risultare uno strumento utile alle società aperte, consentendo una sorta di diritto di recesso in certi casi da parte dei soci e quindi di disinvestimento e un "embrione" di mercato secondario delle partecipazioni. Ma pure in questa ipotesi si tratta di una facoltà applicabile anche alle società chiuse, che intendano attuare piani di incentivazione a favore di dipendenti, collaboratori, amministratori, prestatori di opere e servizi anche professionali.

In conclusione, il legislatore non detta una disciplina esclusivamente propria delle s.r.l. aperte (salva naturalmente la facoltà di offerta al pubblico delle loro partecipazioni, nonché di utilizzazione della tecnica dell'*equity crowdfunding*).

2. S.r.l. non P.M.I., chiuse con quote personalizzate o standard, aperte.

La s.r.l. non qualificabile per le sue dimensioni come P.M.I. continua ad essere disciplinata dalle sole norme di diritto comune: pertanto non può offrire al pubblico le proprie partecipazioni; non può creare categorie di quote, ma le partecipazioni dei soci sono personalizzate; non può acquistare partecipazioni proprie.

La s.r.l. qualificabile come P.M.I. può essere, come si è visto, chiusa o aperta e quindi non offrire al pubblico le proprie partecipazioni oppure offrirle. A loro volta le s.r.l. chiuse possono prevedere quote personalizzate sottoposte alla disciplina comune oppure, come si è già osservato, categorie di quote standardizzate con l'esclusione del diritto di voto (o la sua limitazione). Le s.r.l. chiuse sia con partecipazioni personalizzate, sia con partecipazioni standardizzate naturalmente possono avere i requisiti delle società innovative e quindi usufruire, se iscritte nella sezione speciale del registro delle imprese, delle relative agevolazioni.

Per quanto concerne le s.r.l. aperte, che offrono al pubblico le proprie partecipazioni, sono individuabili tre ipotesi.

Un primo caso è quello costituito dalle *start up* innovative, che abbiano i requisiti di innovatività previsti dal legislatore nel 2012, siano costituite *ex novo* o da un lasso di tempo ridotto, non abbiano distribuito e non distribuiscano utili ed abbiano un fatturato non superiore a 5 milioni di euro. Il regime agevolativo ha una durata limitata nel tempo di cinque anni.

Una seconda fattispecie è quella rappresentata dalle P.M.I. innovative, che presentino i requisiti di innovatività previsti dal legislatore nel 2015; anche tali società godono di una serie di agevolazioni senza limiti di tempo.

E ancora: come si è visto, nel 2017 il legislatore ha eliminato il divieto di offrire al pubblico le proprie partecipazioni ed ha consentito l'utilizzo del *crowdfunding* a tutte le s.r.l. qualificabili come P.M.I..

Ciò posto, in ordine a tale possibilità, l'essere *start up* e il carattere innovativo, purché si tratti di società che rientrino nell'area della P.M.I., non assumono più rilevanza

ai fini della disciplina delle s.r.l.. Pertanto, almeno per le P.M.I., che rappresentano la quasi totalità delle s.r.l., viene meno un elemento tipizzante (il divieto di offrire al pubblico le proprie partecipazioni); rimane invece solo più quello relativo alla non ammissibilità dell'emissione di titoli azionari.

L'interprete deve naturalmente porsi il problema in ordine alla qualificazione della s.r.l. aperta: rappresenta un sottotipo o una variante della s.r.l. oppure un nuovo tipo societario? La domanda assume rilevanza sotto il profilo della ricostruzione della disciplina applicabile, nonché di quella concernente la trasformazione in ipotesi di “passaggio” dalla s.r.l. chiusa a quella aperta (o viceversa).

Vista l'espressa scelta del legislatore di consentire alle *start up* innovative, alle P.M.I. innovative e infine alle P.M.I. l'utilizzazione del tipo s.r.l., nonché la previsione di deroghe sia sotto il profilo della fattispecie sia sotto il profilo della disciplina alle regole comuni in tema di s.r.l., sembra difficile non collocare la società aperta nell'area della s.r.l.⁴, come variante o modello della stessa⁵.

3. La s.r.l. è il tipo ideale per le P.M.I. aperte?

Riconducendo la P.M.I. in forma di s.r.l. aperta al tipo s.r.l. occorre in ogni caso rilevare - come si è già osservato - che il legislatore non ha sostanzialmente dettato una disciplina per essa, limitandosi a prevedere la possibilità di emettere categorie di quote, certamente funzionali al ricorso al mercato del capitale di rischio, ma né necessarie, né esclusive in tale prospettiva. La disciplina delle s.r.l. pare per certi versi troppo rigida e

⁴ P. BENAZZO, voce *Start up e P.M.I. innovative*, cit., p. 477.

⁵ Su tipi e modelli v., per tutti, P. MONTALENTI, *Il diritto societario dai "tipi" ai "modelli"*, in *Giur. comm.*, 2016, I, p. 420 ss..

per altri troppo poco rigorosa nell'ottica della tutela dei soci investitori. Infatti gli ampi poteri di controllo e di reazione concessi ai singoli soci non sembrano coerenti con la posizione di quelli puramente finanziatori. D'altra parte la possibilità di redigere il bilancio in forme semplificate, la mancanza dell'obbligo per le s.r.l. sotto soglia di introdurre un controllo istituzionalizzato e in quelle sopra soglia la possibilità di affidare tale compito al revisore, a cui pare difficile attribuire il controllo sulla gestione, rendono la s.r.l. sotto questi profili scarsamente affidabile per la tutela degli investitori. Occorre aggiungere che manca completamente l'organizzazione di categoria, non essendo prevista l'assemblea speciale.

Come è stato recentemente osservato⁶, *"l'avvento dell'equity based crowdfunding non solo segna l'emersione di un processo di investimento, ma anche l'affioramento di una peculiare situazione endosocietaria. In effetti, per la prima volta, si assiste allo strano caso di una start up che raccoglie capitali presso il pubblico dei risparmiatori, con conseguente configurazione di uno scenario - quello della crowdfunding backed company - che allo studioso del diritto societario appare al tempo stesso familiare (nella misura in cui rievoca i problemi associati alla dispersione della base azionaria e dei correlati fenomeni di "apatia razionale" dei soci) e nuovo (nella misura in cui invece, ad aver raccolto i capitali sia stata una società unseasoned, e invero priva di ogni track-record)".* L'Autore ora richiamato, nell'individuare l'opportunità di clausole di tutela sia delle minoranze sia dello stesso imprenditore, sottolinea che *"si è proceduto senza effettivamente modificare, anche solo attraverso la predisposizione di un modello statutario appropriatamente*

⁶ E. TONELLI, (High-tech) start-ups, *piccole e medie imprese: canali di finanziamento e problemi di governance*, in *Regole e mercato* a cura di M. Mancini, A. Paciello, V. Santoro, P. Valensise, I, Torino, 2016, p. 12 s..

*congeniato, l'ordinamento della società a responsabilità limitata in termini tali da rendere il tipo funzionale alla raccolta di risparmio presso il pubblico"*⁷.

Come è noto, il legislatore della riforma societaria nel disciplinare la s.r.l., tenendo conto che si tratta di una società formata da pochi soci direttamente interessati alla vita societaria (e molto spesso amministratori), ha introdotto regole rigide, poste a tutela dei soci, nella prospettiva di offrire agli stessi strumenti di controllo e di intervento anche in un'ottica di garanzia del buon andamento della società. Gli esempi sono numerosi: la legittimazione di ciascun socio all'impugnazione delle delibere assembleari; i penetranti poteri di controllo dei soci non amministratori; la legittimazione di ciascun socio a promuovere l'azione di responsabilità nei confronti dei gestori, nonché quella diretta alla loro revoca. Nell'ambito di una società aperta appare difficile ipotizzare che questi poteri possano essere attribuiti ad un numero indefinito e molto ampio di soci, con il rischio di paralizzare la vita della società. Per altro verso (lo si è già sottolineato), la disciplina della s.r.l. risulta priva o comunque insufficiente rispetto alle tutele necessarie a favore di soci investitori: e ciò sia sotto il profilo, ad esempio, delle informazioni contabili, che potrebbe essere quella fornite dal bilancio abbreviato o addirittura delle micro imprese, sia sotto il profilo dei controlli (potrebbe mancare un controllo istituzionale sulla gestione, ove fosse nominato il solo revisore).

Nell'ambito di altri ordinamenti si è avvertita l'esigenza di adottare un modello di s.p.a. per le imprese minori che contempra una disciplina più semplificata. Così nell'ordinamento francese è presente l'anonima semplificata⁸. Il nostro legislatore ha seguito il percorso opposto, prendendo le mosse dalla s.r.l. e "costringendo" l'interprete

⁷ ID., *op. cit.*, p. 31. Indubbiamente nella ricostruzione della disciplina delle s.r.l. aperte un ruolo importante non possono non giocare sia le regole contenute nel T.U.F. e relative all'offerta al pubblico di strumenti finanziari tramite portali, sia quelle contenute nel regolamento Consob.

⁸ Caratterizzata essenzialmente dalle semplificazioni e dall'autonomia concessa agli azionisti.

a "fabbricare" regole che, da un lato, siano idonee per un modello societario aperto e, dall'altro, rappresentino anche una semplificazione rispetto alla disciplina delle s.p.a. e, in particolare, di quelle quotate o con azionariato diffuso.

Un profilo rilevante, che viene ad incidere profondamente sulla posizione dei soci, riguarda la possibilità di coesistenza di norme tipiche di una società che accentui la posizione personale dei soci e dall'altra di regole caratteristiche di società con partecipazioni diffuse. In particolare la possibilità di coesistenza, non solo nelle società aperte, ma anche, come si è osservato, nelle società chiuse, dei diritti particolari dei soci e delle categorie di quote.

A mio avviso, non è possibile una disciplina uniforme della società chiusa e della società aperta, come con tutta evidenza dimostra la normativa in tema di società per azioni. È stato recentemente sottolineato come *"andrebbe concluso nel senso di una tendenziale estensione, in via analogica, dello statuto azionario in misura proporzionalmente rapportata alla conformazione in chiave aperta (vale a dire rivolta al mercato dei capitali) della struttura proprietaria della s.r.l. innovativa"*⁹. Anzi l'Autore ora richiamato perviene alla conclusione che per le s.r.l. P.M.I. si *"renderebbe ineludibile l'applicazione, congiunta e necessaria, di due opzioni"*: da un lato *"ipotizzare l'esistenza di uno statuto comune dell'impresa comunque aperta al mercato, azionaria e non, che si caratterizzi per un'inversione del rapporto di prevalenza tra norme dispositive (e suppletive) e norme imperative (e indisponibili)"*; dall'altro lato, *"ipotizzare un'applicazione estensiva (e non già analogica) anche alla s.r.l. di tutti quegli istituti e di quelle norme, propri del modello azionario, tipicamente pensati e destinati a salvaguardia dell'integrità patrimoniale (quest'ultima strettamente*

⁹ P. BENAZZO, *Voce Start-up e PMI Innovative*, cit., p. 479.

*collegata al beneficio della responsabilità limitata), vuoi di un'etero-tutela in favore di soci meramente investitori*¹⁰.

4. Le tecniche di costruzione della disciplina delle s.r.l. aperte.

Prendendo le mosse dal dato letterale e ritenendo quindi che la s.r.l. aperta costituisca una variante di tale tipo societario occorre, ovviamente, ricostruirne i caratteri tipologici. Come è noto, sia con riferimento alla disciplina anteriore alla riforma societaria, sia in tale contesto, la s.r.l. si contraddistingue per il regime di responsabilità limitata, il divieto di offrire al pubblico le proprie partecipazioni, il divieto di rappresentarle mediante titoli azionari. Oggi questi elementi tipologici continuano ad essere presenti nel caso di s.r.l. che, per le loro dimensioni, non possano qualificarsi come P.M.I.. Con riferimento a queste ultime è venuto meno, lo si è già sottolineato, il connotato costituito dal divieto di offrire al pubblico le proprie partecipazioni. Rimane naturalmente il regime di responsabilità limitata per le obbligazioni sociali; sfuma l'ulteriore requisito relativo alla non presenza delle azioni. Infatti quest'ultimo viene inteso, in primo luogo, come divieto di standardizzazione delle partecipazioni, oggi non più presente, data l'ammissibilità della creazione di categorie di quote. Rimane il divieto di rappresentare le partecipazioni mediante azioni, anche se il sistema di sottoscrizione e circolazione delle partecipazioni "dematerializzato", esteso a tutte le P.M.I. in forma di s.r.l., ha reso molto sfumata tale differenziazione¹¹. Tra una s.p.a. che abbia scelto di non emettere azioni ed una s.r.l. con partecipazioni standardizzate che circolino con modalità

¹⁰ P. BENAZZO, *Voce*, cit., p. 490; e v. ampiamente l'approfondita analisi del medesimo Autore, *Categorie di quote, diritti di voto e governance della "nuovissima" s.r.l.*, cit..

¹¹ Sottolinea la "sostanziale coincidenza semantica che "azione" e "quota" possono avere" P. BENAZZO, *Categorie di quote, diritti di voto e governance della "nuovissima" s.r.l.*, cit., p. 12

immateriali il confine è difficile da tracciare e verrebbe da pensare che assuma rilievo decisivo la volontà dei soci di applicare la disciplina di un tipo o dell'altro.

Il problema centrale che l'interprete deve affrontare, in presenza di una P.M.I. in forma di s.r.l. che preveda la possibilità di offrire al pubblico le proprie partecipazioni, è, lo si ripete, la ricostruzione della relativa disciplina.

Occorre prendere le mosse dalle varie ipotesi che possono configurarsi. Naturalmente se si tratta di una s.r.l. con dimensioni superiori ai parametri previsti per le P.M.I. troverà applicazione integrale la disciplina tradizionale. Potrà altresì venire in considerazione una s.r.l. P.M.I. che non offra al pubblico le proprie partecipazioni (e quindi qualificabile come chiusa) il cui atto costitutivo preveda la presenza di partecipazioni standardizzate, eventualmente prive del diritto di voto o a voto limitato e quindi una compagine sociale caratterizzata dalla presenza di soci con quote personalizzate e di soci finanziatori con quote standardizzate. In tale caso occorre ricostruire la disciplina applicabile alla posizione di tali soci: alcune norme che offrono tutele molto accentuate, quali ad esempio quelle sui poteri di controllo, potrebbero essere derogate, tenuto conto della differente posizione di tali soci.

Altra invece l'ipotesi della società aperta e quindi di quella che prevede l'offerta al pubblico delle proprie partecipazioni. Anche in quest'ultima ipotesi occorre distinguere la semplice previsione nell'atto costitutivo del venir meno di tale divieto e della possibilità di emettere categorie di quote, dal caso in cui la società si avvalga concretamente di tale possibilità e quindi offra al pubblico, in particolare tramite il *crowdfunding*, le proprie partecipazioni. E' quest'ultimo il profilo che richiede una particolare attenzione nel tentare di ricostruirne la disciplina.

Come si è già osservato, il legislatore non offre regole esclusivamente applicabili alle s.r.l. P.M.I. che offrano al pubblico le proprie partecipazioni, salvo quelle ricavabili dalla disciplina del *crowdfunding* contenuta nel T.U.F. e nel Regolamento Consob. L'interprete pertanto si trova di fronte ad un vero e proprio vuoto normativo.

E' appena il caso di sottolineare che ovviamente verranno in considerazione per le s.r.l. aperte le regole di carattere transtipico che valgono per tutte le società di capitali.

Ciò posto, mi pare che occorra prendere le mosse dalla disciplina della s.r.l. e procedere ad una sorta di segmentazione della stessa, distinguendo tra regole transtipiche; regole applicabili; regole che possono essere estese con opportuni adattamenti ed eventualmente, se inderogabili, "trasformandole" in derogabili; regole inapplicabili. Naturalmente in tale prospettiva assume un fondamentale rilievo l'utilizzo dell'autonomia concessa ai soci al fine di creare una disciplina coerente con una società che si rivolga al mercato del capitale di rischio.

Nel procedere in tale percorso occorrerà verificare quali disposizioni non possano venire in considerazione in presenza di un elevato numero di soci con il ruolo di finanziatori e con diritti di voto esclusi o limitati e quali norme, pur ritenute applicabili, debbono essere in ogni caso adattate a tale contesto.

La disapplicazione di almeno una parte della disciplina della s.r.l. pone il problema dei criteri da adottare per colmare le conseguenti lacune. L'obiettivo non può che essere l'individuazione di regole che, da un lato, siano compatibili con una compagine sociale "diffusa", e dall'altro, offrano le necessarie tutele ai soci finanziatori. La scelta, a mio avviso, non può che essere rivolta alla disciplina della s.p.a. ed, in particolare, a quella quotata. Ulteriore problema è se l'applicazione di regole tratte da tali

modelli possa avvenire mediante un procedimento analogico oppure, come riterrei preferibile, possa realizzarsi per estensione diretta.

Il punto di arrivo di una simile operazione ricostruttiva non può che essere l'individuazione di regole che derivano dall'accostamento di norme tratte dalla disciplina della s.r.l., magari adattate, con altre derivanti dal tessuto normativo della s.p.a. o dalla s.p.a. quotata, anche in questo caso con i più opportuni adattamenti. Si crea in tal modo una tipologia societaria di carattere ibrido, disciplinata dall'innesto di gruppi di norme di varia provenienza. La s.r.l. aperta si presenta pertanto come una sorta di ibrido, collocato in una posizione intermedia tra la s.p.a. quotata e la s.r.l. chiusa. All'indomani della riforma societaria la s.r.l. si presentava invero ancora una volta come un ibrido, ma in altro senso, dal momento che la sua disciplina si avvicinava a quella della società per azioni, ma, datane l'elasticità, poteva essere dai soci accostata a quella delle società di persone.

In conclusione l'introduzione della s.r.l. aperta pone all'interprete un problema di coerenza tra fattispecie (connotati tipologici) e disciplina. Un simile problema si riscontra anche in altri settori societari e soprattutto nell'ambito dei contratti tipici. Ma qui la prospettiva è rovesciata: è la disciplina (certi settori della stessa) che sembra avere un'area di applicazione più estesa rispetto alla fattispecie¹².

Gli interpreti, collocandosi in tale ottica, hanno o operato sulla fattispecie, allargandone "le maglie", mediante, ad esempio, il metodo tipologico (ricorrendo al tipo normativo o al tipo reale), o mediante l'individuazione di norme con carattere

¹² Nel caso della disciplina dei tipi contrattuali, o almeno di alcuni di essi, le regole, o almeno un gruppo di esse, sembrano estensibili al di là dei connotati caratterizzanti il tipo. Così, ad esempio, molte regole proprie della vendita, della somministrazione, del mandato, tenuto conto della loro *ratio* sembrano estensibili, al di là dei connotati tipologici di tali contratti, rispettivamente ai contratti traslativi onerosi, ai contratti di durata, ai contratti aventi per oggetto la gestione di affari nell'interesse altrui. In altre parole, la fattispecie contrattuale sembra essere non coerente con la relativa disciplina o parte di essa nel senso che quest'ultima pare avere un'area di applicazione più estesa rispetto a quella delineata dalla prima.

transtipico, oppure hanno proceduto a segmentare la disciplina, individuando aree di applicazione della stessa più estese rispetto alla fattispecie.

Nel nostro caso il legislatore ha operato in senso opposto: infatti ha, almeno nell'ambito delle P.M.I., dilatato la fattispecie s.r.l., riducendone i requisiti tipologici, ed in tal modo ha esteso una disciplina pensata per un certo modello societario (la s.r.l. chiusa), ad un'area estranea a tale ambito, creando una vera e propria dissociazione tra una disciplina in buona parte coerente ad una certa logica ed un ambito di applicazione estraneo ad essa.

Come è stato osservato in dottrina¹³, anche nell'ambito della s.r.l. aperta occorre la presenza di almeno una o più quote personalizzate. Ciò determina non solo la presenza di due gruppi di soci con posizioni molto diverse, ma anche la contemporanea applicazione di regole differenti. Anche in questo caso la s.r.l. può essere vista come un ibrido, questa volta non guardando alla sua collocazione nel sistema societario, ma al suo interno.

5. La governance delle s.r.l. aperte: la posizione del socio privo del diritto di voto.

Nelle pagine seguenti saranno oggetto di esami i profili della *governance* della s.r.l. aperta: in particolare gli strumenti di tutela del socio privo del diritto di voto; la responsabilità dell'organo gestorio; il controllo "istituzionalizzato"; le regole di trasparenza.

¹³ P. BENAZZO, *Voci*, cit., p. 486.

Nel caso delle *start up* innovative il legislatore non solo prevede che possano essere create categorie di quote fornite di diritti diversi e quindi quote standardizzate, non solo dispone che il contenuto delle varie categorie possa derogare alla disciplina prevista per i diritti particolari, non solo introduce l'ammissibilità della deroga alla norma che prevede la proporzionalità tra diritti e partecipazione, ma dispone espressamente la possibilità di creare quote senza diritto di voto o a voto non pieno. Tale regola dettata per le *start up* innovative è stata espressamente estesa alle P.M.I. innovative.

Nell'ambito delle s.r.l. P.M.I. non innovative il legislatore, pur richiamando la norma che consente la creazione di categorie di quote fornite di diritti diversi, non estende il rinvio al comma che prevede la possibilità di creare quote senza diritto di voto. Dal punto di vista letterale l'omissione appare non frutto di una svista, ma di una scelta del legislatore: infatti quest'ultimo rinvia espressamente al secondo, quinto e sesto comma dell'art. 26 della legge del 2012 sulle *start up*; il mancato riferimento agli altri commi sembra quindi derivare da una precisa presa di posizione. Quali le conseguenze? L'ammissibilità di categorie di quote fornite di diritti diversi con ampia possibilità di individuarne il contenuto comprende anche quella di creare quote senza diritto di voto? Oppure il mancato richiamo comporta che in ogni caso le categorie di quote debbano prevedere un diritto di voto?

Semberebbe in primo luogo quasi paradossale ritenere inammissibili quote a voto limitato o condizionato, dal momento che l'orientamento attuale è nel senso della derogabilità del principio della proporzionalità del voto alla partecipazione anche nelle s.r.l. "di diritto comune". Semberebbe ancora più incongruo ritenere che la s.r.l. P.M.I., in particolare quando aperta, non possa emettere quote senza voto, cosa invece possibile nella s.p.a. chiusa e in quella quotata.

Anche sotto il profilo letterale occorre tener conto del contenuto del comma non richiamato, che espressamente rinvia a quello precedente: quindi, dal momento che quest'ultimo trova oggi applicazione per tutte le P.M.I. e che, come si è detto, il comma successivo si applica ai casi previsti in quello precedente, deve concludersi che l'omesso rinvio risulta irrilevante e che pertanto le P.M.I. possono emettere categorie di quote anche prive del diritto di voto o a voto non pieno, determinandone il contenuto con ampia autonomia.

Al proposito i problemi interpretativi che si pongono mi pare siano collocabili su vari piani. In primo luogo sussistono presupposti e limiti alla creazione di quote senza diritto di voto? In secondo luogo quali sono i diritti e i poteri del quotista privo del diritto di voto? Ed ancora, nel tentare di dare una risposta a tali domande, quali regole devono essere tenute presenti? Ed infine e soprattutto, le soluzioni proponibili possono essere le stesse in caso di s.r.l. chiuse o aperte? Oppure l'offerta al pubblico delle partecipazioni e quindi la compresenza di soci imprenditori e finanziatori e la necessità di introdurre forme di tutela a favore di questi ultimi possono indurre l'interprete a fornire soluzioni differenziate? In tal caso sul fondamento di quale dato normativo, tenuto conto che il legislatore sembra essere indifferente a questa prospettiva, dettando disposizioni applicabili sia alle s.r.l. chiuse, sia a quelle aperte?

Come è stato sottolineato in dottrina, non tutte le quote possono essere a voto limitato o prive del diritto di voto ¹⁴, né tutte le quote possono essere standardizzate ¹⁵.

¹⁴ P. BENAZZO, *Voce*, cit., p. 479, per cui "a non essere consentiti dovrebbero essere la costituzione di sole categorie serializzate di quote di partecipazioni a diritti di "voce" (accesso alla documentazione societaria, revoca cautelare degli amministratori e promozione dell'azione sociale avverso gli stessi, devoluzione ai soci delle competenze gestorie) depotenziati o esclusi".

¹⁵ A. GUACCERO, *La start up innovativa*, cit., p. 263.

Richiamando le norme proprie delle società per azioni e anche di quelle quotate, ed in particolare la disciplina delle azioni di risparmio, mi pare che i titolari di categorie di quote prive di diritto di voto nell'ambito di s.r.l. aperte abbiano in ogni caso:

- il diritto di consultare il libro delle decisioni dei soci, così come previsto per gli azionisti dall'art. 2422 primo comma c.c.;

- la legittimazione, come per qualsiasi interessato (art. 2379 c.c. e art. 2479 *ter* c.c. rispettivamente per la s.p.a. e la s.r.l.), a far valere la nullità delle deliberazioni delle decisioni dei soci;

- la legittimazione a promuovere l'azione risarcitoria diretta a far valere il danno cagionato dalla non conformità della deliberazione alla legge o allo statuto, in caso di decisione annullabile, come previsto per gli azionisti privi di voto dall'art. 2377, comma terzo c.c.;

- la legittimazione alla denuncia "semplice" all'organo sindacale disciplinata dal primo comma dell'art. 2408 c.c., per cui ogni socio può denunciare i fatti che ritiene censurabili al collegio sindacale, il quale deve tener conto della denuncia nella relazione all'assemblea, regola che si ritiene applicabile a favore degli azionisti di risparmio.

Mi sembra, per contro, che non sussistano gli ampi poteri di informazione e di ispezione concessi ai soci non amministratori di s.r.l. (art. 2476, comma secondo c.c.), nonché gli strumenti sanzionatori in presenza di atti di *mala gestio* (azione risarcitoria e revoca degli amministratori in caso di gravi irregolarità nella gestione *ex* art. 2476, comma terzo c.c.), ma solo ove sia previsto l'organo sindacale.

Tale nucleo "minimo" di facoltà consente ai soci investitori di avere informazioni sulle decisioni dei soci, strumenti di "reazione" in presenza di decisioni invalide, tutele "indirette" in caso di *mala gestio* mediate la denuncia al collegio sindacale.

Tale nucleo costituisce, ovviamente, una disciplina di *default*, che l'atto costitutivo può arricchire, richiamando in tutto o in parte i diritti propri del socio di s.r.l. ordinaria¹⁶.

Occorre aggiungere che il legislatore nulla dice in ordine alla presenza di assemblee speciali a cui partecipino i soci titolari di categorie di quote e che abbiano il compito di approvare le deliberazioni dell'assemblea generale pregiudizievoli dei loro diritti (v. art. 2376 c.c.). Naturalmente l'atto costitutivo può introdurre tale istituto; più problematico è risolvere il dubbio in ordine alla sua presenza nel silenzio delle regole sociali¹⁷. Qualora si ritenga non estensibile, in mancanza di un'apposita clausola, la disciplina delle società per azioni, si dovrà pervenire alla conclusione che le deliberazioni pregiudizievoli dei diritti di categoria debbono ottenere il consenso di ciascun socio appartenente alla stessa¹⁸.

6. La governance delle s.r.l aperte: la responsabilità dell'organo gestorio.

La proposta di decreto legislativo recante modifiche al codice civile, in attuazione della legge delega 30 ottobre 2017, n. 155, redatta dalla Commissione Rordorf, prevede nuove regole relative alla disciplina delle società che, in alcuni casi, rappresentano delle innovazioni ed, in altri, la "codificazione" di soluzioni interpretative del sistema vigente. Con riferimento a queste ultime, il secondo comma dell'art. 2086 c.c., introdotto *ex novo*, prevede *"il dovere di istituire un assetto organizzativo, amministrativo e contabile adeguato alla natura e alle dimensioni dell'impresa, anche in funzione della rilevazione tempestiva della crisi"*

¹⁶ Mi sia consentito di rinviare a 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.*, cit., p. 915 ss..

¹⁷ Cfr. P. BENAZZO, *Categorie di quote, diritti di voto e governance della "nuovissima" s.r.l.*, cit., p. 23 s..

¹⁸ Cfr. A. CAPIZI, *Operazioni straordinarie e tutela degli investitori tra rimedi compensativi e rimedi ostativi*, Torino, 2018, p. 105; v. anche M. SCIUTO, *Il ruolo dell'assemblea dei soci nel tipo s.p.a.*, in *Giur. comm.*, 2018, I, p. 337 ss..

dell'impresa e della perdita della continuità aziendale". Al di là dell'area di applicazione di tale regola, estesa a tutti gli imprenditori e al di là della specificazione relativa al contenuto, la creazione di assetti adeguati rappresenta già oggi, come è noto, un profilo centrale nella ricostruzione dei doveri degli amministratori e dei sindaci di s.p.a. e della conseguente responsabilità. La riforma dispone espressamente, come si è appena osservato, che tale dovere riguardi ogni imprenditore ed in particolare modifica l'art. 2475 c.c. in tema di amministrazione della s.r.l. prevedendolo espressamente per tale tipo di società.

In tal modo viene introdotta una regola che fa propria una soluzione interpretativa già accolta oggi da una parte della dottrina attraverso un'estensione alla s.r.l. della regola sulla creazione degli assetti adeguati inserita nell'ambito della disciplina delle s.p.a. (art. 2381 c.c.)¹⁹.

Inoltre la legge delega e ovviamente la proposta di decreto legislativo introducono espressamente l'ipotesi della responsabilità degli amministratori di s.r.l. verso i creditori sociali, così come nel caso degli amministratori di s.p.a., integrando quindi le regole contenute nell'art. 2476 c.c. che prevedono soltanto la responsabilità verso la società e i singoli soci o terzi. Anche in questo caso si tratta dell'esplicitazione di una soluzione interpretativa, largamente diffusa in dottrina ed accolta dalla giurisprudenza²⁰.

¹⁹ Sull'estensibilità alla s.r.l. della disciplina relativa all'obbligo di creazione di assetti adeguati mi sia consentito di rinviare a O. CAGNASSO, *Gli assetti adeguati nella s.r.l.*, in *Assetti adeguati e modelli organizzativi*. Opera diretta da M. Irrera, Bologna, 2016, p. 573 ss. e già M. IRRERA, *Assetti organizzativi adeguati e governo delle società di capitali*, Milano, 2005, p. 60 ss..

²⁰ Sul nodo interpretativo concernente la sussistenza o meno della responsabilità degli amministratori (dei componenti dell'organo di controllo, dei soci gestori) di s.r.l. nei confronti dei creditori sociali e quindi della conseguente azione esperibile dal curatore, tenuto conto del silenzio del legislatore nel contesto di una norma che disciplina la responsabilità verso la società e i singoli soci o terzi, v. M. RESCIGNO, *Il problema dell'azione dei creditori*, in *S.r.l. Commentario*, Milano, 2011, p. 707 ss.; S. GIANI, *Responsabilità degli amministratori e controllo dei soci*, in *Codice della società a responsabilità limitata* diretto da O. Cagnasso e A. Mambriani, Roma, 2015, p. 481 ss.; G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, II, in *Il Codice Civile. Commentario*, fondato da P. Schlesinger, diretto da F. D. Busnelli, Milano, 2010, p. 1095 ss..

Ed ancora: la riforma prevede l'applicazione dell'art. 2409 c.c., relativo alla denuncia di gravi irregolarità degli amministratori, anche nel caso in cui la s.r.l. sia priva di organo di controllo. L'applicazione di tale norma alla s.r.l. comporta che sia i soci che raggiungano il 10% del capitale sociale, sia i sindaci abbiano la legittimazione a promuovere tale procedura. L'innovazione conferma l'interpretazione largamente diffusa, per cui in presenza del sindaco unico o del collegio sindacale, è possibile la denuncia al Tribunale da parte di essi delle gravi irregolarità degli amministratori. Recentemente il Tribunale di Milano, con la sentenza del 12 aprile 2018²¹, ha ribadito che *"è del tutto prevalente nella giurisprudenza e costituisce indirizzo costante di questo Tribunale da ben oltre un lustro l'affermazione dell'ammissibilità del procedimento ex art. 2409 c.c. nelle società a responsabilità limitata dotate di organo di controllo, in virtù del rinvio che l'art. 2477 comma 3, c.c. opera alle disposizioni del collegio sindacale previste per le società per azioni, tra le quali appunto figura il procedimento ex art. 2409 c.c."*²².

Come si può facilmente constatare, si tratta di soluzioni interpretative che sono tutte nella direzione di estendere regole della *governance* di s.p.a. alla s.r.l. Mi pare una tendenza interpretativa che, qualunque sarà il "futuro" della riforma Rordorf, trova oggi un ulteriore fondamento nel caso della s.r.l. aperta e quindi in presenza dell'esigenza di dotare la società di regole rigorose di *governance* a tutela dei soci finanziatori.

7. La governance delle s.r.l aperte: il controllo "istituzionalizzato".

²¹ In *Società*, 2018, 1007, con Commento di L. F. PAOLUCCI.

²² Sull'applicabilità dell'art. 2409 c.c. alla s.r.l. in presenza del collegio sindacale v., di recente, F. PACE, *Sindaco e revisione legale dei conti*, in *Codice della società a responsabilità limitata*, cit., p. 583 ss., ove ampi riferimenti di giurisprudenza e di dottrina; in dottrina v., per tutti, G. ZANARONE, *op. cit.*, p. 1168 ss.; G. PRESTI, *La s.r.l. e la scomparsa dell'art. 2409 c.c.: la difficile "elaborazione" del tutto*, in *Il diritto delle società oggi*, Torino, 2011, p. 415 ss..

Come è noto, il legislatore prevede per le s.r.l. di minori dimensioni, tali da consentire la redazione del bilancio in forma abbreviata e che comunque non siano tenute alla redazione del bilancio consolidato e non controllino una società obbligata alla revisione legale dei conti, che la nomina di un organo di controllo o di un revisore sia lasciata alla libera scelta dei soci. In tal caso, sono ritenuti sufficienti i penetranti poteri di informazione e di consultazione attribuiti ai soci non amministratori. Non è per contro ritenuta necessaria la presenza di un controllo istituzionalizzato, affidato ad un organo della società o ad un soggetto esterno. Naturalmente la "vigilanza" operata dai soci avviene nel loro interesse ed è lasciata alla loro libera scelta la sua attivazione o meno.

Nel caso invece di società che abbiano una dimensione superiore a determinate soglie o che presentino determinate caratteristiche è obbligatoria la presenza o di un organo di controllo pluripersonale o monocratico oppure del revisore. La norma è molto infelice, perché in questo secondo caso sembrerebbe venir meno il controllo sulla gestione. La Commissione Rordorf non ha potuto porre rimedio a tale regola, non essendo stata prevista la modificabilità della stessa da parte della legge delega.

Nel caso della s.r.l. aperta che offra al pubblico le proprie partecipazioni mi sembrerebbe, anche se si tratta di una scelta forse un po' troppo radicale, che la disciplina del controllo propria della s.r.l. non possa venire in considerazione. La presenza di un pubblico di soci finanziatori mi pare che renderebbe necessaria l'applicazione delle norme della s.p.a. e quindi la presenza obbligatoria dell'organo sindacale, sia pure anche nella versione più semplificata del sindaco unico. Non è facile infatti ipotizzare una s.r.l. che si rivolga al mercato del capitale di rischio priva di un

organo sindacale a cui sia affidato il controllo sulla gestione e la revisione legale dei conti²³.

Tuttavia in senso contrario possono venire in considerazione alcuni dati normativi. In primo luogo il modello uniforme di atto costitutivo/statuto per *start up* innovative in forma di s.r.l., di cui all'art. 3, comma dieci *bis* del d. l. 3/2015, convertito, con modificazioni, dalla legge 33/2015, prevede espressamente, al punto 25, la nomina dell'organo di controllo o del revisore adottando la seguente clausola: *quando obbligatorio ai sensi dell'art. 2477 comma 3 del codice civile, l'assemblea nomina un organo di controllo o un revisore*". Il modello uniforme, come espressamente previsto dal punto 8, si applica anche nel caso di società che offra al pubblico le proprie partecipazioni. Nello stesso senso si esprime l'allegato 3, relativo alle informazioni sulla singola offerta, del Regolamento sulla raccolta di capitali di rischio tramite portali *on-line* emanato dalla Consob nella versione aggiornata al 17 gennaio 2018²⁴. Al punto 6, concernente le informazioni sull'organo di controllo, si prevede che venga descritto l'organo di controllo ove presente, con l'indicazione dei dati anagrafici dei componenti. Anche in questo caso la disciplina contenuta nel regolamento Consob sul *crowdfunding* prevede espressamente la possibilità che non sussista un organo di controllo: tale ipotesi non può che riferirsi alle s.r.l. "sotto soglia".

Ciò posto, diventa arduo estendere la disciplina della s.p.a. alle s.r.l. aperte e rendere obbligatoria in ogni caso la presenza dell'organo di controllo nella versione o del collegio sindacale o del sindaco unico, anche se pare quanto mai opportuna. Come si è già osservato, si potrebbe ritenere, mediante un'interpretazione con finalità di razionalizzazione del sistema, che vengano meno i penetranti poteri di controllo e di

²³ E v. P. BENAZZO, *Categorie di quote, diritti di voto e governance della "nuovissima" s.r.l.*, cit., p. 22.

²⁴ L'8 marzo 2018 la Commissione Europea ha approvato una proposta di regolamento relativo ai fornitori europei di servizi di *crowdfunding* per le imprese.

reazione spettanti ai soci di s.r.l. e che valgano i più limitati diritti illustrati nel paragrafo 5, solo a condizione che sia presente l'organo di controllo, in tal modo inducendo i soci ad introdurlo.

Si tratta in qualche misura di riprendere l'*iter* argomentativo che è stato utilizzato da parte della dottrina che ha ammesso la possibilità di limitare i poteri di controllo dei soci non amministratori della s.r.l. ordinaria a condizione che fosse presente l'organo di controllo²⁵.

8. *La governance delle s.r.l. aperte: le regole di trasparenza.*

Come è noto, in attuazione della direttiva comunitaria n. 34/2013, il d. lgs. 18 agosto 2015, n. 139 ha riformulato in parte l'art. 2435 *bis* c.c., relativo al bilancio in forma abbreviata ed ha introdotto un nuovo art. 2435 *ter* c.c., concernente il bilancio delle micro-imprese.

La fattispecie presa in considerazione ai fini dell'ammissibilità della redazione del bilancio in forma abbreviata è rimasta immutata rispetto al testo precedente. Valgono quindi i parametri numerici relativi al totale dell'attivo dello stato patrimoniale, ai ricavi delle vendite e delle prestazioni, al numero dei dipendenti occupati in media durante l'esercizio. I riferimenti, rispettivamente a 4.400.000 euro, 8.800.000 euro e 50 unità, individuano, rapportati alle categorie costruite dal legislatore comunitario, piccole imprese di capitali. Oltre agli indici numerici, così come nel precedente testo, viene in considerazione un presupposto di tipo qualitativo e cioè la mancata emissione di titoli negoziati in mercati regolamentati. La redazione del bilancio in forma abbreviata

²⁵ Cfr. N. ABRIANI, *Controllo individuale del socio e autonomia contrattuale nella società a responsabilità limitata*, in *Giur comm.*, 2005, I, 158 ss..

costituisce poi una semplice facoltà per le società a cui la norma in esame risulti applicabile.

La peculiare disciplina concerne la possibilità di redigere lo stato patrimoniale, il conto economico e la nota integrativa in forma abbreviata, nonché di omettere la predisposizione della relazione sulla gestione (in presenza di alcune informazioni che dovrebbero essere contenute in essa, inserite per contro nella nota integrativa). Inoltre le società in questione sono esonerate dalla redazione del rendiconto finanziario, introdotto in attuazione della direttiva comunitaria.

L'art. 2435 *ter*, comma 1, c.c. delinea, a sua volta, la fattispecie micro-imprese. Tali possono essere le società che non abbiano emesso titoli negoziati in mercati regolamentati; inoltre debbono non aver superato due dei limiti che fanno riferimento al totale dell'attivo dello stato patrimoniale, ai ricavi delle vendite e delle prestazioni ed ai dipendenti occupati in media durante l'esercizio. Si tratta quindi degli stessi parametri utilizzati dal legislatore per individuare le piccole imprese che possono redigere il bilancio in forma abbreviata: più precisamente il totale dell'attivo non può superare euro 175.000,00, i ricavi delle vendite e delle prestazioni euro 350.000,00, i dipendenti 5 unità. Come per il bilancio in forma abbreviata, così per il bilancio delle micro-imprese si tratta di una facoltà e non di un obbligo.

L'art. 2435 *ter*, comma 2, c.c., nella sua prima parte, richiama la disciplina prevista per il bilancio semplificato; tuttavia fa salva la disciplina specifica del bilancio delle micro - imprese contenuta nelle regole successive. Infatti la seconda parte del comma in esame esonera le micro-imprese dalla redazione del rendiconto finanziario, della nota integrativa, della relazione sulla gestione. Pertanto vengono in considerazione solo schemi numerici.

Nel sistema attuale, tenuto conto che meno del 2% delle s.r.l. sono dotate di un controllo di tipo istituzionale e debbono redigere il bilancio in forma ordinaria, se ne ricava che la gran maggioranza di tali società può predisporre il bilancio in forma abbreviata o nelle modalità ancora più sintetiche proprie del bilancio delle micro-imprese. In un caso, come si è già osservato, utilizzando strutture dello stato patrimoniale, del conto economico e della nota integrativa molto ridotte, senza il rendiconto finanziario e la relazione sulla gestione, nell'altro caso con la presenza di soli documenti numerici, venendo meno anche l'obbligo di redigere la nota integrativa.

Nell'ottica della trasparenza, che sicuramente costituisce un profilo di notevole rilievo, la possibilità per le s.r.l. sotto soglia di redigere il bilancio in forma abbreviata o addirittura con le modalità previste per le micro-imprese, può compromettere quell'esaustiva informazione ovviamente necessaria per effettuare scelte di finanziamento consapevoli.

Ma forse c'è qualcosa di più. La possibilità di utilizzazione dei bilanci in forme semplificate non pare altresì coerente con alcune norme previste sia con riferimento alle P.M.I. innovative, sia in tema di *crowdfunding*.

Tra i requisiti delle P.M.I. innovative il legislatore indica la circostanza relativa alla certificazione da parte del revisore o della società di revisione dell'ultimo bilancio di esercizio e dell'eventuale bilancio consolidato²⁶. La complessa disciplina prevista dal T.U.F. e completata in sede di legislazione secondaria dal Regolamento Consob affida al

²⁶ Una circolare del Ministero dello Sviluppo Economico (n. 3683/C del 3 novembre 2015) precisa che, nel caso di società non tenute all'obbligo di certificazione, "resta fermo che, a regime, e cioè dal primo esercizio successivo all'iscrizione nella sezione speciale, la P.M.I. innovativa è tenuta ad adempiere alla certificazione del bilancio contemporaneamente all'approvazione del medesimo, pena la cancellazione immediata dalla sezione speciale e la decadenza dalle relative agevolazioni". Si legge ancora nella circolare che "la scelta legislativa di imporre tale adempimento alle P.M.I. innovative è ovviamente legata alle operazioni di verifica che la legge stessa rimette ai vari organi coinvolti. Pertanto solo mediante l'esposizione della certificazione di bilancio nel registro delle imprese, i competenti uffici di questo Ministero, la Guardia di Finanza e gli altri soggetti previsti dalla legge, possono avere contezza delle risultanze di bilancio confermate dai revisori".

gestore del portale il compito di fornire ai sottoscrittori attraverso il *crowdfunding* le opportune informazioni concernenti i rischi di perdite del capitale investito. La disciplina del *crowdfunding* prevede che almeno il 5% di strumenti finanziari offerti tramite i portali siano sottoscritti da investitori professionali. Recentemente, come si è già ricordato, la Consob, con la deliberazione n. 20204 del 29 novembre 2017, ha modificato il Regolamento in tema di *crowdfunding*²⁷. In tale occasione è stata introdotta in alternativa all'ipotesi della sottoscrizione di una quota pari al 5% del capitale da parte di investitori professionali, la possibilità che l'offerta possa perfezionarsi anche in caso di sottoscrizione di una quota pari al 3%, qualora la società fosse in possesso della certificazione del bilancio e dell'eventuale bilancio consolidato, relativi agli ultimi due esercizi precedenti l'offerta.

Alla luce anche soltanto di queste regole, la redazione di un bilancio in forma abbreviata pare costituire uno strumento non adeguato o comunque scarsamente adeguato in tali prospettive.

La disciplina del bilancio in forma abbreviata - lo si è già sottolineato - prevede, ai fini della sua applicazione, oltreché un presupposto di carattere quantitativo (essere la società al di sotto delle soglie sopra richiamate), uno di natura qualitativa: deve trattarsi di società che non abbiano emesso titoli negoziati in mercati regolamentati.

Sul fondamento di tale norma è possibile ritenere che la società che ricorra al *crowdfunding* non possa redigere bilanci in forma semplificata? E' possibile interpretare in

²⁷ Le variazioni si sono rese necessarie, in primo luogo, per adeguare la normativa secondaria alle novità previste dalla Legge di bilancio 2017, che ha esteso la disciplina sul *crowdfunding* a tutte le P.M.I. In secondo luogo, il Regolamento doveva tener conto delle ulteriori modificazioni introdotte alla disciplina delle s.r.l.: le regole proprie delle *start up* e delle P.M.I. innovative venivano infatti, come si è visto, in gran parte estese dal decreto legge 24 aprile 2017, n. 502 a tutte le P.M.I. Infine il Regolamento doveva essere adeguato alla Direttiva 2014/65/UE (Mifid II), recepita in Italia con il d. lgs. 3 agosto 2017, n. 129, che introduce modifiche alle disposizioni del T.U.F. in materia di raccolta di capitale di rischio tramite portali *on-line*. La nuova versione del Regolamento prende atto dell'estensione a tutte le P.M.I. della possibilità di avvalersi del *crowdfunding*. Inoltre il recepimento della Direttiva Mifid II consente di elevare il livello delle tutele previste per gli investitori.

senso lato la formula contenuta nell'art. 2435 *bis* c.c.? Il "mercato di crescita per le P.M.I.", di cui all'art. 61 T.U.F., viene definito come un sistema multilaterale di negoziazione. Le azioni sono sicuramente titoli; le quote di s.r.l. possono essere equiparate, tenuto conto anche delle nuove regole sulla circolazione "dematerializzata"?

La risposta positiva a tali quesiti sembra introdurre una qualche forzatura del testo normativo, che fa espresso riferimento all'emissione di titoli e ai mercati regolamentati²⁸. Ma credo possibile, attraverso un percorso differente, pervenire a superare, almeno in parte, le eccessive "sintesi" fornite dai bilanci in forma semplificata.

Il legislatore, infatti, nell'ambito dell'art. 2435 *bis* c.c. in tema di bilancio abbreviato, dispone esplicitamente che restano ferme le indicazioni previste dall'art. 2423, commi 3, 4 e 5 c.c.. Si tratta in particolare della regola per cui, se le informazioni richieste non sono sufficienti a dare una rappresentazione veritiera e corretta, si devono fornire le informazioni complementari necessarie allo scopo. Anche per il bilancio delle micro-imprese vale il principio di chiarezza, richiamato per il bilancio in forma abbreviata ed esteso a quello delle prime. Il legislatore italiano ha sicuramente effettuato una scelta condivisibile e opportuna mantenendo in vigore i principi di chiarezza e imponendo di introdurre informazioni complementari e quindi di ridurre le semplificazioni nel caso in cui tale principio lo richieda. Quest'ultimo, data la sua funzione, costituisce quindi un prezioso correttivo ad un eccesso di semplificazioni, che potrebbero compromettere la significatività del bilancio e quindi dell'informazione. Certamente si tratta di un profilo rilevante, tenuto conto della necessità, in ogni caso, anche per le imprese minori, di fornire a favore dei soci e dei terzi un'informazione della

²⁸ Mi sai consentito di rinviare a O. CAGNASSO, *P.M.I. in forma di s.r.l. e disciplina del bilancio d'esercizio*, in *Il Nuovo Diritto delle Società*, 2018, p. 16 ss.. Cfr., P. BENAZZO, *Categorie di quote, diritti di voto e governance della "nuovissima" s.r.l.*, cit., p. 22 collocando la disciplina del bilancio all'interno delle regole di mercato.

situazione patrimoniale, finanziaria e dal risultato dell'esercizio, che sia esaustiva ed intellegibile.

Qualora si ritenesse che l'esclusione dalla facoltà di redigere il bilancio in forma abbreviata per le società che emettano titoli negoziati in mercati regolamentati non valga per le s.r.l. che utilizzino il *crowdfunding*, si potrebbe concludere che il principio di chiarezza possa e debba svolgere un ruolo importante, imponendo di fornire informazioni complementari o anche di redigere il bilancio in forma ordinaria, qualora tale scelta fosse resa necessaria dai caratteri della società aperta.