

DIRITTO COMMERCIALE INTERNO E INTERNAZIONALE

**L'ESERCIZIO DELL'AUTONOMIA
STATUTARIA NELLE S.R.L.
A PARTECIPAZIONE PUBBLICA
E NELLE S.R.L. "CROWDFUNDED"**

Spunti da un'analisi empirica

a cura di

Piergiuseppe Spolaore, Katrin Martucci, Chiara Picciau



G. GIAPPICHELLI EDITORE – TORINO

DIRITTO COMMERCIALE INTERNO E INTERNAZIONALE

Collana fondata da

P. ABBADESSA - C. ANGELICI - G.F. CAMPOBASSO - A. CERRAI - A. MAZZONI

proseguita da

ASSOCIAZIONE GIAN FRANCO CAMPOBASSO
PER LO STUDIO DEL DIRITTO COMMERCIALE E BANCARIO

sotto la direzione di

P. ABBADESSA - C. ANGELICI - G. MARASÀ

Sezione Raccolte di Studi – 25

L'ESERCIZIO DELL'AUTONOMIA STATUTARIA
NELLE S.R.L. A PARTECIPAZIONE PUBBLICA
E NELLE S.R.L. "CROWDFUNDED"

Spunti da un'analisi empirica

L'ESERCIZIO DELL'AUTONOMIA
STATUTARIA NELLE S.R.L.
A PARTECIPAZIONE PUBBLICA
E NELLE S.R.L. "CROWDFUNDED"

Spunti da un'analisi empirica

a cura di

Piergiuseppe Spolaore, Katrin Martucci, Chiara Picciau



G. GIAPPICHELLI EDITORE – TORINO

© Copyright 2026 - G. GIAPPICHELLI EDITORE - TORINO

VIA PO 21 - TEL.: 011-81.53.111

<http://www.giappichelli.it>

ISBN/EAN 979-12-211-1860-5

ISBN/EAN 979-12-211-6615-6 (ebook - pdf)

ISBN/EAN 979-12-211-6712-2 (ebook - epub)

Il presente volume e il rilevamento dei dati in esso pubblicati e commentati sono stati realizzati grazie al finanziamento del Progetto PRIN 2022, Prot. 2022TMFTHK, dal titolo «Testing contractual freedom in limited liability companies: An empirical investigation of crowdfunded and State-owned firms», Finanziato dall'Unione europea – Next Generation EU, Missione 4 – Componente 2 – Investimento 1.1 – Avviso 104/2022 – CUP H53D23002900006, CUP D53D23007460006, CUP B53D23010870008.



G. Giappichelli Editore



Questo libro è stato stampato su carta certificata, riciclabile al 100%



Stampa: LegoDigit s.r.l. - Lavis (TN)

Le fotocopie per uso personale del lettore possono essere effettuate nei limiti del 15% di ciascun volume/fascicolo di periodico dietro pagamento alla SIAE del compenso previsto dall'art. 68, commi 4 e 5, della legge 22 aprile 1941, n. 633.

Le fotocopie effettuate per finalità di carattere professionale, economico o commerciale o comunque per uso diverso da quello personale possono essere effettuate a seguito di specifica autorizzazione rilasciata da CLEARedi, Centro Licenze e Autorizzazioni per le Riproduzioni Editoriali, Corso di Porta Romana 108, 20122 Milano, e-mail autorizzazioni@clearedi.org e sito web www.clearedi.org.

INDICE

	<i>pag.</i>
<i>Gli Autori</i>	XVII
<i>Prefazione</i>	XIX

SEZIONE I PROFILI GENERALI

CAPITOLO I OBIETTIVI E IMPOSTAZIONE DELL'INDAGINE *di Piergiuseppe Spolaore, Katrin Martucci e Chiara Picciau*

1. Gli obiettivi dell'indagine e le ragioni della scelta delle due popolazioni	3
2. L'individuazione della popolazione e la formazione del campione delle s.r.l. a partecipazione pubblica. La data di riferimento dell'indagine	8
3. La raccolta e la codificazione dei dati relativi alle s.r.l. a partecipazione pubblica	11
4. L'individuazione della popolazione delle s.r.l. <i>crowdfunded</i>	14
5. La formazione del campione delle s.r.l. <i>crowdfunded</i>	15
6. La raccolta e la codificazione dei dati delle s.r.l. <i>crowdfunded</i>	17
Bibliografia essenziale	19

SEZIONE II LE S.R.L. A PARTECIPAZIONE PUBBLICA

CAPITOLO II LE S.R.L. A PARTECIPAZIONE PUBBLICA IN ITALIA: LA COMPOSIZIONE DEL CAMPIONE ANALIZZATO *di Chiara Picciau*

1. La distribuzione geografica, per aree di attività e per anno di costituzione	23
---	----

	<i>pag.</i>
2. La distribuzione per qualifica societaria	26
3. Entità della partecipazione pubblica al capitale delle società incluse nel campione	28
4. Assetti proprietari e presenza di soci privati nella compagine sociale	29
5. Liquidazione e procedure concorsuali	29
Bibliografia essenziale	30

CAPITOLO III
 LA STRUTTURA FINANZIARIA DELLE S.R.L.
 A PARTECIPAZIONE PUBBLICA:
 QUOTE E TITOLI DI DEBITO
 di *Chiara Picciau*

1. Premessa	31
2. Evidenze empiriche sulla standardizzazione del capitale sociale nelle s.r.l. a partecipazione pubblica	33
2.1. Casi particolari	41
3. Quote speciali e categorie di quote: il rapporto con i diritti particolari	43
4. La previsione statutaria dei titoli di debito nelle s.r.l. a partecipazione pubblica	45
5. Alcune conclusioni preliminari	49
Bibliografia essenziale	50

CAPITOLO IV
 LIMITI AL TRASFERIMENTO DELLE PARTECIPAZIONI,
 RECESSO, ESCLUSIONE
 di *Antonio Morello*

1. L' <i>exit</i> da società a partecipazione pubblica tra impianto normativo e scelte statutarie	53
2. Prelazione, gradimento e loro compresenza	55
3. Divieto di trasferimento e limiti soggettivi alla libera trasferibilità	58
4. Le cause statutarie di recesso	60
5. La clausola di esclusione	61
Bibliografia essenziale	62

pag.

CAPITOLO V
 IL CONTROLLO NELLE S.R.L.
 A PARTECIPAZIONE PUBBLICA
 di *Katrin Martucci*

1.	Oggetto dell'indagine	65
2.	Classificazione delle società in funzione del controllo pubblico o privato	66
3.	(<i>segue</i>): i risultati della classificazione	70
4.	Clausole statutarie derogatorie dei processi decisionali dei soci e degli amministratori	73
	4.1. Clausole derogatorie dei processi decisionali dei soci	74
	4.1.1. Ampliamento delle competenze dei soci	74
	4.1.2. Previsione di quorum rafforzati per le delibere dei soci	78
	4.1.3. Regimi speciali del reclutamento degli amministratori	82
	4.2. Processi decisionali degli amministratori	84
	4.2.1. Previsione di quorum rafforzati per le decisioni degli amministratori	85
5.	Clausole statutarie potenzialmente rilevanti sul piano dell'esercizio congiunto del controllo	88
	5.1. Processi decisionali dei soci	89
	5.1.1. Previsione di quorum rafforzati per le delibere dei soci	89
	5.1.2. Attribuzione ai soci di diritti di veto	91
	5.1.3. Regimi speciali del reclutamento degli amministratori	92
	5.2. Processi decisionali degli amministratori	95
	5.2.1. Previsione di quorum rafforzati per le decisioni degli amministratori	95
	5.2.2. Attribuzione agli amministratori di diritti di veto	95
6.	Fondamenti del controllo congiunto	96
	6.1. Controllo congiunto in mancanza di clausole statutarie potenzialmente rilevanti	96
	6.2. Controllo congiunto in presenza di clausole statutarie potenzialmente rilevanti in concreto non determinanti	96
	6.3. (<i>segue</i>): fondamenti del controllo congiunto nelle società a controllo pubblico congiunto e nelle società a controllo pubblico-privato	98
	6.4. Fondamenti statutari del controllo congiunto	100
	6.5. Esercizio del controllo congiunto in forza di clausole statutarie	105

CAPITOLO VI
I DIRITTI PARTICOLARI DEI SOCI
di *Maurizio Onza*

0. Campo dell'indagine: i diritti particolari selezionati	113
1. Dati relazionali scelti (α)	113
1.1. Risultati e commento	114
2. Dati relazionali scelti (β)	117
2.1. Risultati e commento	117
3. Dati relazionali scelti, risultati e commento (γ)	118
4. Dati relazionali scelti, risultati e commento (δ)	119
5. Dati relazionali scelti, risultati e commento (ϵ)	120
Bibliografia essenziale	121

CAPITOLO VII
LA COMPOSIZIONE DELL'ORGANO AMMINISTRATIVO
DELLE S.R.L. A PARTECIPAZIONE PUBBLICA
di *Luigi Ardizzone*

1. Premessa	123
2. L'organo monocratico	124
3. L'organo collegiale	127
3.1. (<i>segue</i>): il voto di lista	127
3.2. (<i>segue</i>): gli amministratori esecutivi	128
3.3. (<i>segue</i>): l'equilibrio di genere	128
Bibliografia essenziale	130

CAPITOLO VIII
IL SISTEMA DEI CONTROLLI NELLA PRASSI STATUTARIA:
IL CONTROLLO INTERNO E LA REVISIONE LEGALE
di *Chiara Alessio*

1. La disciplina delle funzioni di controllo nelle s.r.l. a partecipazione pubblica	131
2. Le risultanze empiriche circa la sussistenza e la ripartizione delle funzioni di controllo	134
3. Diritti particolari concernenti la nomina dell'organo di controllo	138
Bibliografia essenziale	140

pag.

CAPITOLO IX
LE SOCIETÀ A RESPONSABILITÀ LIMITATA
IN HOUSE PROVIDING
di *Stefano Covino*

1.	Le società <i>in house providing</i> : fattispecie e disciplina	141
2.	La valorizzazione dell'autonomia statutaria nel t.u.s.p. e l'impiego del tipo s.r.l.	145
3.	I risultati dell'analisi empirica: la presentazione del sotto-campione delle s.r.l. <i>in house</i>	147
4.	La compagine sociale e il trasferimento delle partecipazioni nelle s.r.l. <i>in house</i>	151
5.	I requisiti qualificatori delle società <i>in house</i> e la loro trasposizione statutaria	155
6.	L'attuazione del controllo analogo solitario: le competenze e il procedimento assembleare nelle s.r.l. <i>in house</i>	158
7.	(<i>segue</i>): la partecipazione del socio pubblico e i suoi diritti	163
8.	Il controllo analogo congiunto: presupposti e strumenti di attuazione	168
9.	Conclusioni	174
	Bibliografia essenziale	175

CAPITOLO X
GLI STRUMENTI DI GOVERNO SOCIETARIO *EX ART. 6,*
COMMA 3, LETT. A), C) E D), T.U.S.P.
di *Paola Morandi*

1.	Gli strumenti "integrativi" di governo societario nelle società a partecipazione pubblica: profili generali	179
1.1.	(<i>segue</i>): i singoli strumenti di governo societario di cui all'art. 6, comma 3, lett. a), c) e d), t.u.s.p.	185
2.	Precisazioni sulle modalità di raccolta e codificazione dei dati	189
3.	Analisi dei risultati della ricerca empirica relativi alle imprese societarie che si sono dotate degli strumenti di governo societario in esame. Ambito territoriale e merceologico delle medesime	190
4.	La tipologia della partecipazione pubblica nelle società che hanno adottato gli strumenti di governo societario in esame	193
5.	Numero dei soci e composizione della compagine sociale	195
6.	Struttura organizzativa delle società che hanno adottato gli strumenti di governo societario di cui all'art. 6, comma 3, lett. a), c) e d), t.u.s.p.	196
7.	Conclusioni	197
	Bibliografia essenziale	200

SEZIONE III
LE S.R.L. “CROWDFUNDED”

CAPITOLO XI
LE S.R.L. “CROWDFUNDED” IN ITALIA:
LA COMPOSIZIONE DEL CAMPIONE ANALIZZATO
di *Piergiuseppe Spolaore*

1.	La distribuzione per variabili temporali e geografiche	205
2.	La distribuzione per tipologia, settore, portale, e notaio	206
3.	Successo della campagna, entità della raccolta, numerosità della compagine, profili dimensionali dell’impresa	211
	Bibliografia essenziale	214

CAPITOLO XII
LA STRUTTURA FINANZIARIA DELLE S.R.L.
“CROWDFUNDED”
di *Valeria Caforio e Piergiuseppe Spolaore*

1.	La conformazione del capitale sociale delle s.r.l. <i>crowdfunded</i> : una panoramica	215
2.	Emissione e mancata emissione delle categorie di quote	219
3.	Numero di categorie di quote	225
4.	La mancata standardizzazione delle categorie di quote	228
5.	Assemblee speciali	235
6.	Titoli di debito	239
7.	Strumenti finanziari partecipativi	242
8.	Conclusioni	246
	Bibliografia essenziale	248

CAPITOLO XIII
AUTONOMIA STATUTARIA E ATTRIBUZIONE AI SOCI
DI PRIVILEGI PATRIMONIALI
di *Danilo Semeghini*

1.	La limitata rilevanza dei privilegi patrimoniali nelle offerte analizzate	251
2.	La debole correlazione con la sottrazione del diritto di voto	253
3.	La peculiare correlazione con il settore immobiliare	255

	<i>pag.</i>
4. Alcune osservazioni conclusive	258
Bibliografia essenziale	259

CAPITOLO XIV
AUTONOMIA STATUTARIA E *GOVERNANCE*: ATTRIBUZIONE
DI PARTICOLARI DIRITTI AMMINISTRATIVI E DISCIPLINA
DELLE COMPETENZE E DEL PROCEDIMENTO
ASSEMBLEARI
di *Valeria Caforio*

1. Introduzione	261
2. Diritti particolari amministrativi: evidenze empiriche	264
2.1. Tipologia e incidenza dei diritti particolari	264
2.2. Dimensione e composizione della compagine sociale	266
2.3. Prassi redazionali e settori di attività	268
3. Categorie di quote (e quote speciali) con diritti particolari amministrativi: panoramica	273
4. Competenze in materia di decisioni dei soci e procedimento	278
4.1. Le competenze derogabili	278
4.2. Le competenze legali eventuali	280
4.3. Le competenze statutarie esclusive	281
4.4. Il procedimento: metodi assembleari e non assembleari	284
4.5. I <i>quorum</i> rafforzati	287
5. Conclusioni	292
Bibliografia essenziale	293

CAPITOLO XV
LIMITI AL TRASFERIMENTO E REGIME CIRCOLATORIO
DELLE QUOTE, DURATA E SCIoglIMENTO DELLA SOCIETÀ
di *Micol Sabbioni*

1. Considerazioni introduttive	295
2. I limiti al trasferimento delle quote	296
3. Le clausole di <i>tag/drag along</i>	305
4. Limiti al trasferimento e categorie di quote	307
5. Il regime di circolazione intermediata delle quote	312
6. La durata delle società	314
7. Previsioni statutarie in tema di scioglimento della società	317
Bibliografia essenziale	320

CAPITOLO XVI
 COMPOSIZIONE, RUOLO E FUNZIONAMENTO
 DELL'ORGANO AMMINISTRATIVO DELLE S.R.L.
 "CROWDFUNDED"
 di *Enrico Rino Restelli*

1.	Una breve premessa: il contesto e lo scopo dell'indagine	321
2.	La composizione e nomina dell'organo amministrativo	324
2.1.	La composizione dell'organo amministrativo	324
2.2.	Gli elementi che influenzano la composizione dell'organo amministrativo	326
2.3.	La nomina degli amministratori	327
2.4.	Un'analisi qualitativa di alcune soluzioni "eccentriche"	329
3.	Il funzionamento dell'organo amministrativo	331
3.1.	I sistemi di amministrazione disgiuntiva e congiuntiva	331
3.2.	I fattori che sembrano determinare le scelte statutarie in materia di sistemi alternativi di amministrazione	331
3.3.	Le deroghe statutarie al metodo collegiale	334
4.	L'organizzazione interna del consiglio di amministrazione	335
4.1.	La frequente "deformalizzazione" dell'organizzazione endoconsigliare	335
4.2.	Il conferimento delle deleghe gestorie	337
4.3.	Il <i>casting vote</i> del presidente	338
4.4.	La radicale mancanza dei presidi di <i>governance</i> normalmente adottati dalle società che fanno appello al pubblico risparmio	338
5.	Considerazioni conclusive	340
	Bibliografia essenziale	343

CAPITOLO XVII
 IL SISTEMA DEI CONTROLLI
 NELLA PRASSI STATUTARIA: IL CONTROLLO
 INTERNO E LA REVISIONE LEGALE
 di *Valeria Caforio*

1.	Introduzione	345
2.	Presenza di un sistema di controlli	349
3.	La combinazione tra organo di controllo interno ed esterno	356
4.	Ripartizione della funzione di controllo e/o revisione legale tra organo interno e revisore esterno	359

	<i>pag.</i>
5. Correlazione tra emissione di categorie di quote prive del diritto di controllo individuale (art. 2476, comma 2, c.c.) e organo di controllo interno/revisore	361
6. Conclusioni	366
Bibliografia essenziale	367

GLI AUTORI

CHIARA ALESSIO – Dottoressa di ricerca in diritto commerciale, Università di Pisa

LUIGI ARDIZZONE – Professore ordinario di diritto commerciale, Università di Brescia, Dipartimento di Giurisprudenza

VALERIA CAFORIO – Assegnista di ricerca in diritto commerciale, Università di Milano-Bicocca, Dipartimento di Giurisprudenza

STEFANO COVINO – Ricercatore in *tenure track* in diritto commerciale, Università di Pisa, Dipartimento di Giurisprudenza

KATRIN MARTUCCI – Professoressa associata di diritto commerciale, UnitelmaSapienza, Dipartimento di Scienze Giuridiche ed Economiche

PAOLA MORANDI – Ricercatrice in diritto commerciale, Università di Brescia, Dipartimento di Giurisprudenza

ANTONIO MORELLO – Dottore di ricerca in diritto delle società, Luiss Guido Carli

MAURIZIO ONZA – Professore ordinario di diritto commerciale, Università Europea di Roma, Dipartimento di Giurisprudenza

CHIARA PICCIAU – Professoressa associata di diritto commerciale, Università di Brescia, Dipartimento di Economia e Management

ENRICO RESTELLI – Ricercatore in diritto commerciale, Università di Milano-Bicocca, Dipartimento di Giurisprudenza

MICOL SABBIONI – Dottoressa di ricerca in diritto commerciale, Università Bocconi

DANILO SEMEGHINI – Professore associato di diritto commerciale, Università di Milano-Bicocca, Dipartimento di Giurisprudenza

PIERGIUSEPPE SPOLAORE – Professore associato di diritto commerciale, Università di Milano-Bicocca, Dipartimento di Giurisprudenza

CAPITOLO XVI
COMPOSIZIONE, RUOLO E FUNZIONAMENTO
DELL'ORGANO AMMINISTRATIVO DELLE S.R.L.
“CROWDFUNDED”

di *Enrico Rino Restelli*

SOMMARIO: 1. Una breve premessa: il contesto e lo scopo dell'indagine. – 2. La composizione e nomina dell'organo amministrativo. – 2.1. La composizione dell'organo amministrativo. – 2.2. Gli elementi che influenzano la composizione dell'organo amministrativo. – 2.3. La nomina degli amministratori. – 2.4. Un'analisi qualitativa di alcune soluzioni “eccentriche”. – 3. Il funzionamento dell'organo amministrativo. – 3.1. I sistemi di amministrazione disgiuntiva e congiuntiva. – 3.2. I fattori che sembrano determinare le scelte statutarie in materia di sistemi alternativi di amministrazione. – 3.3. Le deroghe statutarie al metodo collegiale. – 4. L'organizzazione interna del consiglio di amministrazione. – 4.1. La frequente “deformalizzazione” dell'organizzazione endoconsiliare. – 4.2. Il conferimento delle deleghe gestorie. – 4.3. Il *casting vote* del presidente. – 4.4. La radicale mancanza dei presidi di *governance* normalmente adottati dalle società che fanno appello al pubblico risparmio. – 5. Considerazioni conclusive. – Bibliografia essenziale.

1. *Una breve premessa: il contesto e lo scopo dell'indagine*

In coerenza con gli obiettivi della *Capital Markets Union*¹, nell'ultimo decennio si sono intensificati gli sforzi del legislatore per assicurare anche alle piccole e medie imprese, tradizionalmente dipendenti dal finanziamento bancario, la possibilità di accedere al mercato dei capitali².

Nondimeno, la pervasiva disciplina di trasparenza e le rigorose norme in materia di *governance* previste per le società quotate possono creare ingenti costi di *compliance* per le imprese di minori dimensioni, che non beneficiano di adeguate economie di scala³. Non solo. Queste stesse regole finiscono anche per irrigidire

¹ P. SPOLAORE, *Il regime del crowdfunding tra fonti europee e nazionali*, in *Nuove leggi civ.*, 2024, 395 s.

² S. CORSO, A. LAUDONIO, *Le s.r.l. aperte al mercato tra crowdfunding e sperimentazione di nuovi ambienti digitali*, in *Riv. ODC*, 2024, 120 ss.; N. MOLONEY, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, Oxford, 2023, 87 ss.; G. FERRARINI, E. MACCHIAVELLO, *FinTech and Alternative Finance in the CMU. The Regulation of Marketplace Investing*, in D. BUSCH, E. AVGOULEAS, G. FERRARINI (ed.), *Capital Markets Union in Europe*, Oxford, 2018, 208 s.

³ G. FERRARINI, A. OTTOLIA, *Corporate Disclosure as a Transaction Cost: The Case of SMEs*,

il funzionamento dell'organizzazione societaria, proprio in un contesto – come quello in cui operano le imprese tecnologiche o in fase di *start-up*⁴ – che richiederebbe invece maggiore flessibilità.

In un tale scenario, il legislatore è intervenuto su due fronti: da un lato, regolando espressamente i portali di *crowdfunding*, così da offrire alle imprese un canale di intermediazione più snello e meno costoso rispetto alla quotazione su un mercato regolamentato o su altre strutture di *trading*⁵; dall'altro, aprendo tali “mercati” anche alle società a responsabilità limitata, le cui quote possono ora essere oggetto di offerta al pubblico (art. 100-ter, comma 1, t.u.f.)⁶. Tali società, infatti, sono “tipicamente” destinate all'esercizio della piccola e media impresa e si caratterizzano per un'ampia autonomia statutaria in materia di *governance* che, in ipotesi, dovrebbe garantire una significativa riduzione dei richiamati costi di *compliance*⁷.

In questo senso, la decisione di permettere anche alle s.r.l. – e dunque a società caratterizzate da una spiccata autonomia organizzativa – di fare appello al pubblico risparmio costituisce una precisa scelta politica, che segna l'allontanamento da un sistema di *corporate governance* tendenzialmente rigido ed eteronomo, orientato alla protezione degli investitori e, più in generale, al corretto funzionamento del mercato⁸.

Ciò premesso, è ragionevole ipotizzare che l'“arretramento” di tale sistema porti nuovamente alla luce, nell'ambito delle campagne di *crowdfunding*, la necessità di offrire un'adequata tutela ai soci investitori⁹. Ciò, a maggior ragione, in considerazione del fatto che tali operazioni si caratterizzano per l'assenza di

in 9 *ERCL*, 2013, 370; T.J. CHEMMANUR, P. FULGHIERI, *A Theory of the Going-Public Decision*, in 12 *Rev. Fin. Studies*, 1999, 249.

⁴ Sono soprattutto tali imprese che guardano al *crowdfunding* come strumento alternativo di finanziamento: P. SPOLAORE, Capitolo XI, in questo *Volume*.

⁵ EUROPEAN COMMISSION, *Impact Assessment Accompanying the Proposal for a Regulation on European Crowdfunding Service Providers*, 8 marzo 2018, Bruxelles, SWD(2018) 56 final, 6 s. e 14 s.

⁶ F. BRIZZI, *Offerta al pubblico e circolazione delle quote di s.r.l. in seguito alla novella dell'art. 100-ter T.U.F.: prime riflessioni*, in *Riv. ODC*, 2023, 894 ss.; P. SPOLAORE, *Struttura finanziaria della s.r.l. e raccolta di capitali online*, in *Società*, 2024, 303 ss.; E. FREGONARA, *Il crowdfunding dell'impresa innovativa sostenibile (PMI e S.R.L.): tipologie e novità*, in *Banca, impr. soc.*, 2024, 229 ss.

⁷ 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. aperta?*, in *Riv. soc.*, 2018, 1443 ss.; ritengono «in linea con la tipologia della realtà la scelta del legislatore domestico di focalizzare l'attenzione» sulla società a responsabilità limitata, S. CORSO, A. LAUDONIO, *op. cit.*, 124. In una prospettiva comparatistica, P. AGSTNER, *Le s.r.l. aperte: uno sguardo comparatistico*, in *Riv. ODC*, 2024, *passim*, spec. 210 ss.

⁸ Ciò non può che rendere problematico il tentativo di applicare analogicamente alle s.r.l. *crowdfunded* la disciplina in materia di s.p.a. “aperte” o quotate: P. SPOLAORE, *S.r.l. e offerta al “pubblico” di partecipazioni sociali*, Milano, 2022, 25 s. e 78 s.

⁹ M. CIAN, *S.r.l. PMI, s.r.l., s.p.a.: schemi argomentativi per una ricostruzione del sistema*, in *Riv. soc.*, 2018, 852 ss.; P. BENAZZO, *Start up e PMI innovative*, in *Digesto delle discipline privatistiche – Sezione commerciale*, Torino, 2017, 490.

un vero e proprio mercato delle partecipazioni, capace non solo di fornire una valutazione (relativamente) obiettiva del valore delle quote, ma anche di assicurare una “via d’uscita” anticipata dall’investimento¹⁰.

Ora, l’effettiva mancanza di adeguati presidi organizzativi crea il rischio di comportamenti opportunistici da parte di amministratori e soci di maggioranza, e può pertanto innescare dinamiche di selezione avversa. Assunto dunque il valore “segnalatico” normalmente attribuito a tali presidi, è allora ragionevole ipotizzare che, nell’esercizio dell’autonomia statutaria di cui godono, i soci fondatori individuino quelle soluzioni di *governance* maggiormente adatte a contemperare le esigenze di flessibilità ed efficienza dell’organizzazione societaria con la necessità di proteggere i soci investitori¹¹.

Per altro verso, la natura sostanzialmente finanziaria della partecipazione al capitale di una s.r.l. *crowdfunded* da parte dei soci investitori può creare, all’opposto, alcune interferenze con la disciplina codicistica di tale tipo societario. Quest’ultima, infatti, muove proprio dalla natura personale della partecipazione e dal conseguente interesse del socio a intervenire nella gestione della società (pur con gradi e modalità diverse, eventualmente anche solo avvalendosi dei poteri di controllo previsti dall’art. 2476, comma 2, c.c.). Possono così emergere comportamenti opportunistici da parte dei soci investitori «capaci, anche senza sconfinare nell’abuso, di intralciare o financo impedire il regolare svolgimento dell’attività imprenditoriale»¹².

Sulla base di tali considerazioni, e con specifico riferimento all’organizzazione interna e al funzionamento dell’organo amministrativo, il presente contributo si propone allora di confrontare le principali misure di *governance* attuate dalle società che fanno appello al pubblico risparmio con le soluzioni effettivamente adottate dalle s.r.l. *crowdfunded*. Allo stesso modo, si cercherà altresì di valutare se e in quale misura l’esigenza di assicurare una gestione efficiente dell’impresa societaria – eventualmente ponendola al riparo dal rischio indebite influenze dei soci investitori – contribuisca a plasmare la reale conformazione dell’organo amministrativo delle s.r.l. *crowdfunded*¹³.

¹⁰ P. SPOLAORE, *S.r.l. e offerta al “pubblico”*, cit., 64 ss. e 76 s.

¹¹ S. GOMTSIAN, *The Governance of Publicly Traded Limited Liability Companies*, in 40 *Del. J. Corp. L.*, 2015, 211 s., 225 ss.; S. CORSO, *S.r.l.-PMI aperte al mercato: scelte statutarie e diritti dei soci investitori*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2019, I, 882 ss., spec. 884 ss. L’“apertura” al mercato implica infatti «un inevitabile *trade-off* tra una certa dose di standardizzazione della struttura organizzativa interna, proprio per rendere appetibile l’investimento nel capitale di rischio della società, e la conseguenziale perdita di flessibilità statutaria» (così, discutendo della *Wet Flex-BV* olandese, P. AGSTNER, *Le s.r.l. aperte*, cit., 210). Ritiene possibile considerare la disciplina riservata alle società quotate come una sorta di «codice di autodisciplina cui la singola s.r.l.-PMI aperta potrebbe accedere», P. BENAZZO, *Categorie di quote*, cit., 1479 ss.

¹² P. SPOLAORE, *S.r.l. e offerta al “pubblico”*, cit., 89; O. CAGNASSO, *Profili organizzativi e disciplina applicabile alle s.r.l. P.M.I.*, in *NDS*, 2018, 1522 ss.

¹³ S. CORSO, *op. cit.*, 884 ss. e 891 s., per cui «resta in definitiva in larga parte affidato all’autonomia privata l’onere di ricalibrare la disciplina attraverso gli ampi spazi concessi nella società a responsabilità limitata».

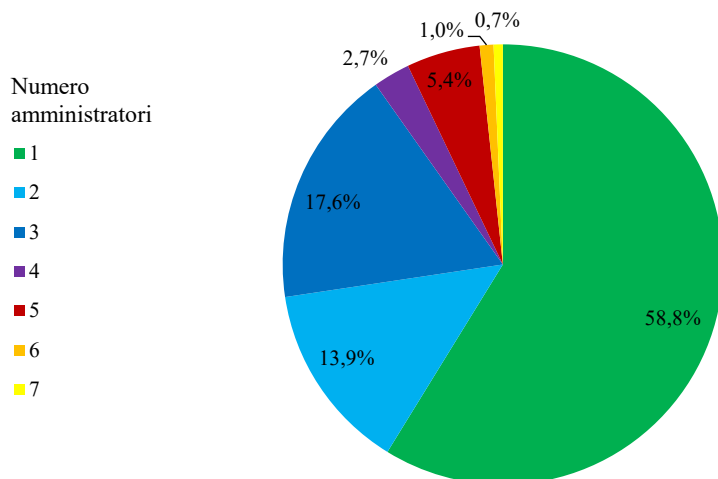
2. La composizione e nomina dell'organo amministrativo

2.1. La composizione dell'organo amministrativo

Alla data delle rispettive campagne di *crowdfunding*, il 58,8% (174) delle società analizzate era gestito da un amministratore unico, mentre solo il 9,8% (29) da un consiglio di amministrazione composto da almeno quattro membri.

Tabella n. 1 e Grafico n. 1 – *Distribuzione delle società per numero di amministratori*

Numero amministratori	1	2	3	4	5	6	7
Numero società	174	41	52	8	16	3	2
%	58,8%	13,9%	17,6%	2,7%	5,4%	1,0%	0,7%



In questa prospettiva, le istanze di *efficienza e speditezza decisionale* – particolarmente avvertite nella fase di *start-up* – sembrano dunque trovare ampio riconoscimento nella prassi. È infatti prediletta la costituzione di organi amministrativi snelli e, nella maggior parte dei casi, la gestione della società è addirittura affidata a un amministratore unico.

Non è emersa invece alcuna correlazione statisticamente significativa tra il numero degli amministratori e le “dimensioni” della società, misurate in termini di: (i) valore del patrimonio netto nell’esercizio precedente alla campagna di *crowdfunding*; (ii) valore del patrimonio netto nell’esercizio successivo; e (iii) ammontare del capitale raccolto. Tuttavia, pur in assenza di significatività statistica, la gestione delle società di maggiori dimensioni tende ad essere affidata a un consiglio di amministrazione (v., *ultra*, par. 4.1, Grafico n. 11).

Similmente, le regressioni effettuate evidenziano che la presenza di un socio di controllo è associata a una riduzione statisticamente significativa del numero di amministratori (v. Tabella n. 4 e Tabella n. 5, in calce). L'analisi è stata condotta su due soglie di partecipazione (> 33,3% e > 50%), con risultati coerenti in entrambi i casi. Trova così conferma l'ipotesi secondo cui le società a controllo stabile tendono a presentare una struttura dell'organo di gestione più concentrata, in linea con l'esigenza di garantire maggiore speditezza e uniformità nella gestione.

Grafico n. 2 – Distribuzione delle società in funzione del numero di amministratori (asse X) e della presenza di un socio di controllo con una partecipazione > 33,3%

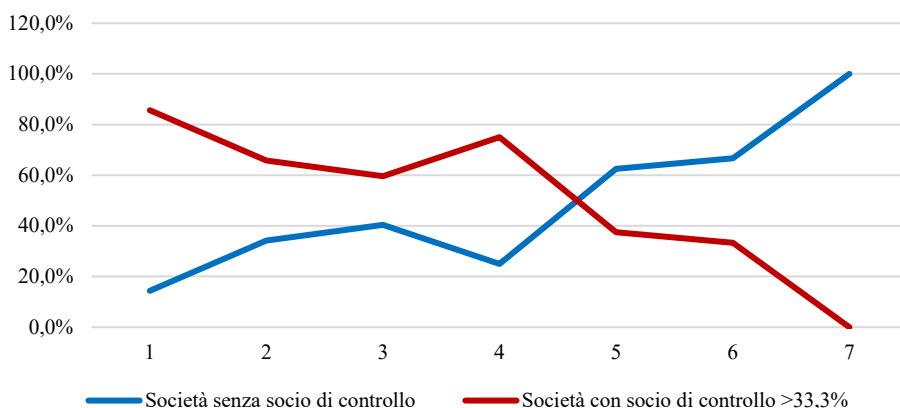
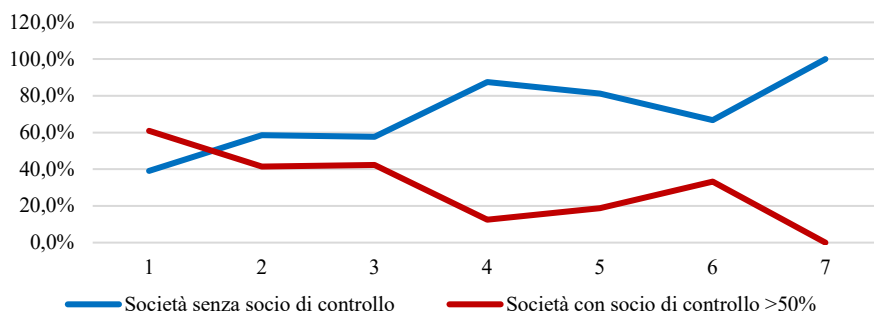


Grafico n. 3 – Distribuzione delle società in funzione del numero di amministratori (asse X) e della presenza di un socio di controllo con una partecipazione > 50%



In un tale contesto – salvo quanto si dirà *infra* (par. 2.4 e 2.5) – minore rilievo sembra invece assumere l'interesse a un'adeguata ponderazione delle scelte gestorie, così come l'opportunità di favorire l'afflusso di competenze eterogenee

all'interno dell'organo amministrativo. Normalmente, infatti, tali istanze sono collegate alla presenza di un maggior numero di amministratori, spesso nominati da soci di minoranza qualificata o investitori istituzionali.

2.2. *Gli elementi che influenzano la composizione dell'organo amministrativo*

Ciò premesso, tra i fattori che possono influenzare i risultati osservati non è stata identificata alcuna correlazione statisticamente significativa: *i*) con il numero di soci; *ii*) con il numero di categorie di quote; o *iii*) con la presenza di investitori professionali nella compagine sociale, benché quest'ultimo dato tenda a essere associato alla nomina di un maggior numero di amministratori.

Analogamente, la composizione dell'organo amministrativo non sembra incidere sulla probabilità di successo della campagna, non essendo stata rinvenuta alcuna correlazione statisticamente significativa tra il numero di amministratori e il raggiungimento degli obiettivi di finanziamento. Non pare dunque – almeno in via generale – che l'autonomia statutaria valorizzi la partecipazione all'organo amministrativo quale strumento per comporre gli interessi dei soci imprenditori con quelli dei soci investitori. Nemmeno il mercato, del resto, sembra considerare tale elemento come dirimente rispetto alle scelte d'investimento.

Queste considerazioni trovano conferma anche nella sostanziale marginalità del voto di lista, strumento tradizionalmente impiegato per la nomina di amministratori di minoranza. Questo istituto è infatti previsto solamente negli statuti di dieci società, sette delle quali, peraltro, gestite da un amministratore unico.

Assai più rilevante, invece, è la preoccupazione di isolare l'attività gestoria da indebite influenze dei soci investitori, riservando la nomina dell'organo amministrativo al gruppo di controllo o ad altri soggetti qualificati: il 90,4% delle società considerate ha infatti emesso quote prive del diritto di voto¹⁴, ragionevolmente assegnate a coloro che hanno aderito alla campagna di *crowdfunding*¹⁵. Certamente, un simile dato riflette la comune esigenza dei soci fondatori di aprire la società al mercato dei capitali, salvaguardando nel contempo il controllo dell'impresa. Ciò, nondimeno, può suscitare alcune perplessità sulla compatibilità di tali soluzioni rispetto ai principi di *governance* che sembrerebbero invece animare le s.r.l. *crowdfunded*¹⁶.

¹⁴ Cfr. V. CAFORIO, Capitolo XIV, in questo *Volume*.

¹⁵ Invero, non è possibile affermare con certezza che le quote senza diritti di voto siano state effettivamente assegnate ai soci investitori che hanno partecipato alla campagna di *crowdfunding*, benché questa rappresenti senz'altro l'ipotesi più ragionevole. Ciò, del resto, trova conferma anche nelle indagini qualitative di cui *infra* par. 2.4.

¹⁶ Muovendo dall'analogia con le regole sulla gestione collettiva del risparmio, nega che lo statuto di una s.r.l. *crowdfunded* possa escludere i soci investitori dal potere di concorrere alla nomina dell'organo amministrativo, P. SPOLAORE, *S.r.l. e offerta al "pubblico"*, cit., 122 ss.

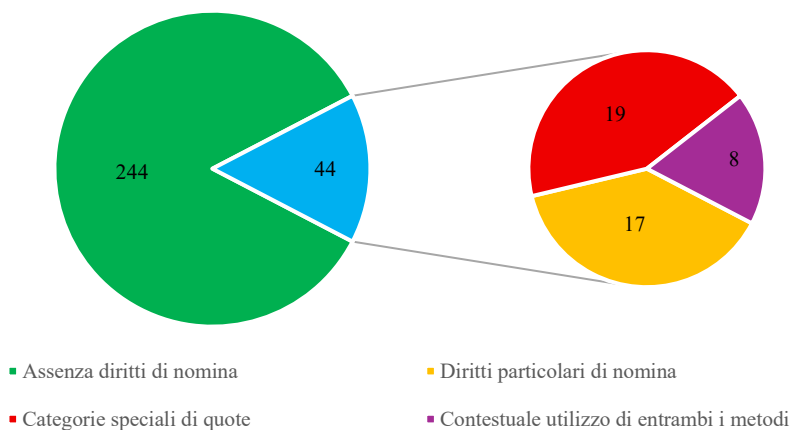
2.3. La nomina degli amministratori

In ogni caso, le considerazioni svolte nei paragrafi precedenti trovano puntuale riscontro anche nelle modalità previste in statuto per la nomina degli amministratori.

Sull'utilizzo del voto di lista si è appena detto, così come sul tentativo di "isolare" la gestione della società attraverso la creazione di categorie di quote prive dei diritti di voto (*supra*, par. 2.2).

In un tale contesto, il diritto di nominare uno o più membri dell'organo amministrativo costituisce dunque una previsione eccezionale, che compare negli statuti di appena 44 società, pari al 14,9% del campione. Più nel dettaglio, in 17 società esso è attribuito a singoli soci (di regola, ai soci fondatori) come diritto particolare ai sensi dell'art. 2468, comma 3, c.c.; in 19 società è riconosciuto a categorie speciali di quote, spesso assegnate a investitori istituzionali; in 8 casi, infine, le due soluzioni coesistono.

Grafico n. 4 – Distribuzione delle società in funzione della presenza in statuto di clausole che attribuiscono a singoli soci o categorie di quote il diritto di nominare uno o più amministratori



A integrazione di tale quadro, l'analisi tramite regressione evidenzia una correlazione positiva e statisticamente significativa tra (1) la presenza di clausole statutarie che attribuiscono a singoli soci o a una categoria di quote il diritto di nominare uno o più amministratori e (2) il numero di categorie di quote emesse (v. Tabella n. 6, in calce). Inoltre, pur in assenza di una significatività statistica, si osserva una tendenza positiva tra il numero dei componenti dell'organo amministrativo e la presenza di diritti di nomina, suggerendo così una possibile correlazione tra i due fattori.

Grafico n. 5 – *Distribuzione delle società in funzione del numero di categorie di quote (asse X) e della presenza di clausole che attribuiscono a singoli soci o categorie di quote il diritto di nominare uno o più amministratori*

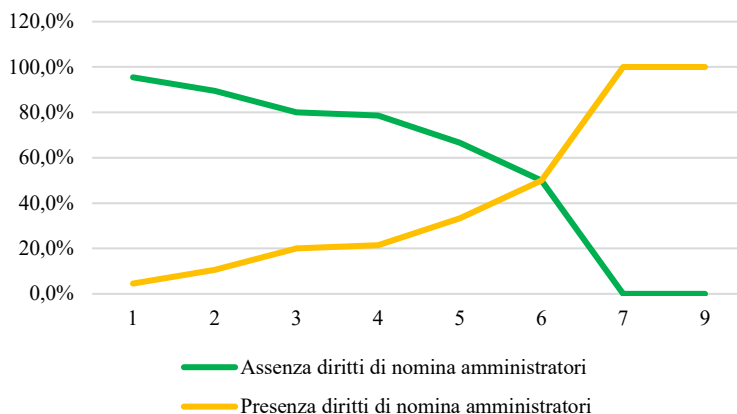
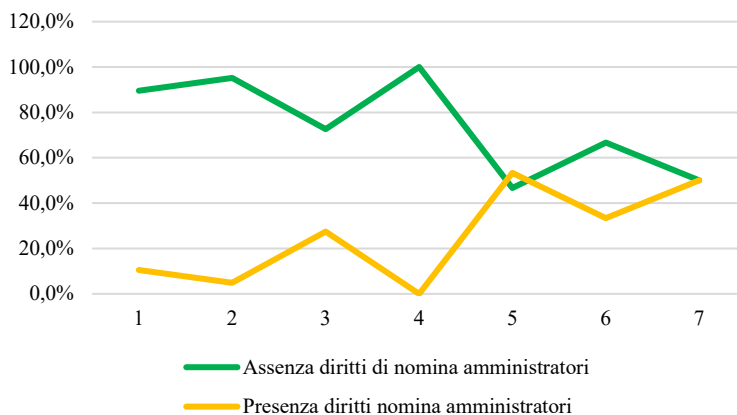


Grafico n. 6 – *Distribuzione delle società in funzione del numero di amministratori (asse X) e della presenza di clausole che attribuiscono a singoli soci o categorie di quota il diritto di nominare uno o più componenti dell'organo di gestione*



In conclusione, l'esigenza di limitare indebite influenze da parte dei soci di minoranza è generalmente perseguita attraverso la creazione di categorie di quote prive del diritto di voto, mentre il diritto di nominare uno o più componenti dell'organo amministrativo rappresenta una previsione eccezionale, solitamente introdotta per regolare rapporti tra soci "qualificati", tutti interessati a partecipare – pur in misura diversa – alla gestione della società. Si conferma dunque, anche nelle s.r.l. *crowdfunded*, l'utilizzo spiccatamente "personalistico" di tali previsioni statutarie.

Coerentemente, non è stata rinvenuta alcuna correlazione statisticamente significativa tra la presenza di diritti “speciali” di nomina e il successo della campagna di *crowdfunding*. Circostanza questa che sottolinea la tendenziale estraneità dei soci investitori rispetto alle dinamiche sottese a tali diritti.

2.4. *Un'analisi qualitativa di alcune soluzioni “eccentriche”*

Non mancano invero esempi di società che hanno adottato soluzioni organizzative contraddistinte (i) dalla nomina di un consiglio di amministrazione più numeroso e (ii) della partecipazione di investitori istituzionali o altri soci di minoranza qualificata.

In due società, in particolare – entrambe gestite da un consiglio di amministrazione composto da cinque membri – i soci fondatori si sono riservati il diritto di nominare la maggioranza degli amministratori¹⁷. Gli statuti valorizzano tuttavia la presenza di investitori istituzionali (e, in un caso, di altri soci imprenditori), assegnando loro il diritto di nominare i restanti membri del consiglio. In entrambi i casi, tale risultato è conseguito tramite l'assegnazione di categorie speciali di quote. Da notare, infine, che solo in una delle due società il consiglio ha formalmente conferito deleghe gestorie ad alcuni dei propri membri.

Una soluzione in parte analoga si rinviene anche nello statuto di un'altra s.r.l. *crowdfunded*, che – ancora una volta mediante la creazione di una categoria speciale di quote – ha attribuito il diritto di voto a tutti i soci che hanno sottoscritto una partecipazione complessivamente pari ad almeno 25.000,00 euro: in questo caso, nonostante non sia espressamente prevista la nomina di un amministratore di minoranza, è ragionevole ipotizzare che il meccanismo del voto di lista serva esattamente a questo scopo, come certificato anche dalla presenza di un consiglio composto da ben cinque amministratori. In un tale contesto, la speditezza e l'unitarietà della gestione sono assicurate tramite il ricorso a deleghe gestorie: sono stati infatti nominati due amministratori esecutivi con poteri disgiunti in relazione a un ampio novero di operazioni di gestione ordinaria. Da sottolineare in questo caso – accanto alla presenza di un socio di controllo con una quota del 34,3% e di un socio di minoranza con una quota del 19% – è anche la presenza di un investitore istituzionale (una società di gestione del risparmio) titolare di una quota pari al 9,2% del capitale sociale. Al contrario, ai soci che hanno investito somme inferiori a 25.000 euro sono assegnate quote prive non solo del diritto di voto, ma anche del diritto controllo previsto dall'art. 2476, comma 2, c.c.

Anche la partecipazione dei soci investitori alla gestione della società, dunque, non è sempre esclusa. Oltre all'esempio appena riportato, infatti, anche in diverse

¹⁷ Tale prerogativa è riconosciuta, in un caso, come diritto particolare del socio fondatore, nell'altro, tramite la creazione di una categoria speciale di quote.

altre s.r.l. *crowdfunded*, l'assegnazione di categorie di quote dotate del diritto di voto o di speciali diritti di nomina è direttamente legata all'entità dell'investimento effettuato da ciascun socio¹⁸. In questi casi, un'adeguata cointeressenza è ritenuta presidio sufficiente per limitare il rischio di comportamenti opportunistici da parte dei soci investitori.

In tutti questi casi – che, come si è detto, assumono comunque un carattere eccezionale – gli statuti sembrano dunque valorizzare il consiglio di amministrazione quale luogo privilegiato per la gestione dei problemi di *agency* tra categorie di soci “qualificati”: siano essi investitori istituzionali, soci imprenditori di minoranza o altri investitori che hanno acquistato una partecipazione rilevante in occasione della campagna di *crowdfunding*.

A questo riguardo – accanto al diritto di veto attribuito agli amministratori espressione di particolari soci o categorie speciali di quote – si segnala altresì la presenza di specifiche clausole che assegnano il diritto di chiedere che la società sia amministrata da un consiglio. Si viene così a creare un'organizzazione “mobile”, in cui il metodo collegiale – in questi casi, funzionale soprattutto a comporre i diversi interessi che animano la compagine sociale – è destinato a trovare applicazione solo qualora i problemi di *agency* si manifestino in misura tale da giustificare un arretramento delle esigenze di speditezza e unitarietà della gestione normalmente assicurate dalla presenza di un amministratore unico¹⁹.

In un tale contesto, la presenza di investitori istituzionali specializzati in specifici settori (in particolare, quello tecnologico) suggerisce la possibile rilevanza anche di un momento “consulenziale” connesso alle dinamiche collegiali, in coerenza con quanto normalmente rilevato nel *venture capital*²⁰.

Gli altri soci – il cui investimento è caratterizzato da un tendenziale “anonimato” – sono invece esclusi da ogni partecipazione all'organo amministrativo. Invero, fuori dai casi poco sopra analizzati, non emergono elementi capaci di suggerire la presenza di amministratori di minoranza. Trova dunque un'ulteriore conferma la tesi per cui i richiamati presidi di *governance* rispondono a logiche “personalistiche” anche nelle s.r.l. *crowdfunded*, piuttosto che all'esigenza di proteggere i soci investitori dal rischio di comportamenti opportunistici.

¹⁸ Tale soluzione organizzativa è evidenziata anche da S. CORSO, *op. cit.*, 891.

¹⁹ Cfr. P. ABBADESSA, *Deliberazioni senza assemblea nelle società di capitali*, in *Riv. dir. comm.*, 1968, I, 300.

²⁰ Sottolineano come, nel *venture capital*, il fondo d'investimento, «oltre all'apporto finanziario, generalmente fornisc[a] anche attività di consulenza», P. AGSTNER, A. CAPIZZI, P. GIUDICI, *Business Angels, Venture Capital e la nuova s.r.l.*, in *Riv. ODC*, 2020, 383.

3. Il funzionamento dell'organo amministrativo

3.1. I sistemi di amministrazione disgiuntiva e congiuntiva

Alla data delle rispettive campagne di *crowdfunding*, gli statuti di ben 220 società – pari al 74,3% del campione – contemplavano la facoltà di ricorrere a un regime di amministrazione congiuntiva o disgiuntiva (art. 2475, comma 3, c.c.).

Ciononostante, solo undici società hanno effettivamente adottato questa soluzione di *governance* e tre di queste l'hanno poi abbandonata nei due anni successivi, optando per la costituzione di un consiglio di amministrazione (in due casi) o per la nomina di un amministratore unico (in un caso).

Più nel dettaglio, due società hanno adottato un regime di amministrazione disgiuntiva, mentre le restanti nove hanno in vario modo affidato la gestione ordinaria agli amministratori disgiuntamente tra loro, assoggettando invece gli atti di gestione straordinaria a un regime di amministrazione congiuntiva.

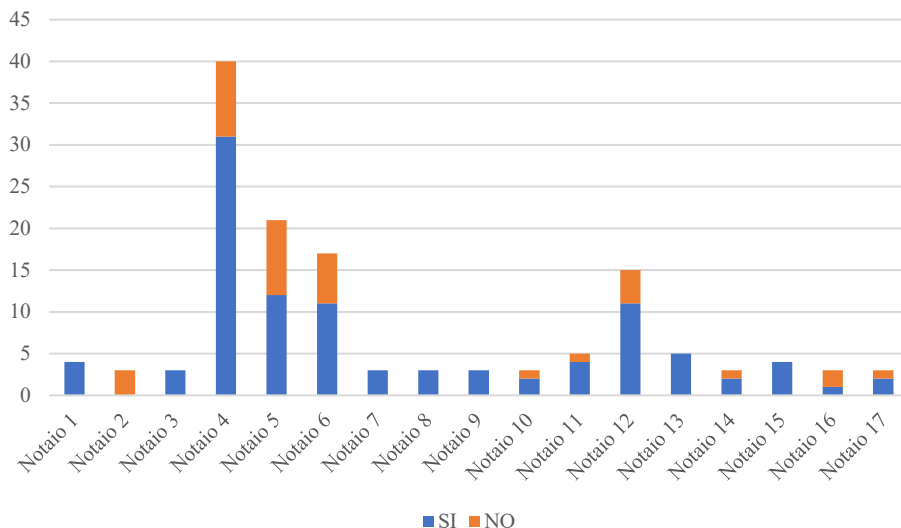
Anche in considerazione dei notevoli costi di coordinamento e monitoraggio che tali sistemi comportano, il loro effettivo impiego si è di fatto limitato a società gestite da due o tre amministratori (rispettivamente in nove e due casi).

3.2. I fattori che sembrano determinare le scelte statutarie in materia di sistemi alternativi di amministrazione

L'evidente divario tra la previsione statutaria di tali modelli di *governance* e il loro effettivo impiego sembrerebbe *prima facie* indicare che queste clausole rappresentino delle mere previsioni di stile e che siano pertanto inserite (od omesse) negli statuti secondo la prassi di ciascun notaio, anche in assenza di un concreto interesse delle parti.

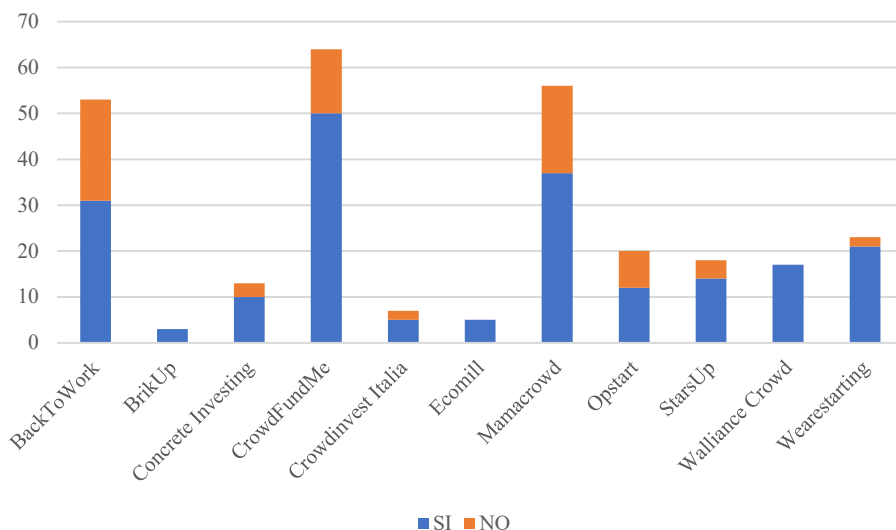
Questa ipotesi è tuttavia smentita dai dati raccolti. Più nel dettaglio, considerando i notai che hanno rogato gli atti costitutivi di almeno tre società, la clausola che consente ai soci di optare per un regime di amministrazione disgiunta o congiunta è presente, in media, nel 75,6% degli atti costitutivi curati da ciascun notaio (mediana: 77,5%). Risultati ancora più significativi emergono restringendo l'analisi ai soli notai che hanno predisposto almeno quindici statuti: in questo caso, la clausola compare, in media, solo nel 68,2% degli atti redatti da ciascun notaio (mediana: 69%). Si tratta invero di valori che ricalcano la distribuzione generale del campione (74,3%: *supra*, par. 3.1), evidenziando come l'inserimento di tale clausola non sia generalmente collegato a specifiche prassi notarili.

Grafico n. 7 – Distribuzione degli statuti redatti dai notai che hanno redatto almeno tre atti costitutivi, in base all’inserimento o meno di una previsione contrattuale che autorizza l’amministrazione congiuntiva o disgiuntiva



Similmente, la presenza di tale clausola non è correlata neppure alla piattaforma di *crowdfunding* prescelta: in linea teorica, infatti, quest’ultima potrebbe richiedere l’inserimento di particolari previsioni statutarie allo scopo di favorire il successo della campagna e rinsaldare così il proprio “capitale reputazionale”. In realtà, per ciascuna piattaforma che ha ospitato almeno quindici campagne di *crowdfunding*, la clausola è presente, in media, nel 76% delle società (mediana: 77,8%); percentuale che sale all’80% estendendo l’indagine alle piattaforme con almeno tre campagne censite (mediana: 77,8%). Anche in questo caso, i dati sono dunque comparabili con la distribuzione media del campione, permettendo così di escludere eventuali correlazioni tra i due fattori.

Grafico n. 8 – Distribuzione delle società sulle piattaforme che hanno ospitato almeno tre campagne di crowdfunding in base all'inserimento o meno di una previsione statutaria che autorizza l'amministrazione congiuntiva o disgiuntiva



La decisione di inserire simili clausole statutarie sembra dunque essere oggetto di una reale negoziazione tra i soci: è pertanto necessario individuare altrove le ragioni del loro scarso impiego nella prassi operativa.

A questo riguardo, è anzitutto possibile che tali previsioni siano trascritte negli atti costitutivi al solo scopo di arricchire l'armamentario dei possibili assetti di *governance* a disposizione dei soci, anche in assenza di un concreto e attuale interesse della società (il che spiegherebbe la loro significativa diffusione). In questa prospettiva, tali clausole sarebbero escluse solo qualora ritenute *ex ante* inadeguate o addirittura "pericolose" (per esempio, in un contesto in cui è fortemente avvertita la necessità di comporre i diversi interessi che animano la compagine sociale, limitando nel contempo la discrezionalità dei soci di maggioranza).

Al contrario, ipotizzando l'esistenza di un attuale interesse degli operatori economici verso tali regimi, si dovrebbe invece concludere che il loro scarso utilizzo nella pratica sia dovuto a fattori esogeni. Così, la relativa "eccentricità" di questi modelli potrebbe rendere più complessa la negoziazione e la gestione dei rapporti contrattuali con i terzi, che – per esempio – potrebbero incontrare alcune difficoltà nell'inquadrare tali assetti all'interno delle proprie procedure operative.

3.3. *Le deroghe statutarie al metodo collegiale*

Analoghe considerazioni potrebbero valere anche con riferimento alle clausole statutarie che autorizzano gli amministratori a decidere «mediante consultazione scritta o sulla base del consenso espresso per iscritto» (art. 2475, comma 4, c.c.), benché in questo caso non sia stato possibile valutare il loro effettivo impiego.

Tali clausole, in particolare, sono presenti negli statuti di 179 società, pari al 60,5% del campione. Anche in questo caso, la previsione di metodi non collegiali per le decisioni degli amministratori non è tuttavia correlata né al notaio che ha rogato l'atto, né alla piattaforma che ha ospitato la campagna di *crowdfunding*.

Considerando infatti i notai che hanno redatto gli atti costitutivi di almeno quindici società, simili clausole sono presenti, in media nel 64,5% degli atti costitutivi curati da ognuno di questi (mediana: 66,1%). Allo stesso modo, per ciascuna piattaforma che ha ospitato almeno quindici campagne di *crowdfunding*, le medesime clausole sono presenti, in media, nel 67,3% dei casi (mediana: 66,7). Solo all'interno di un portale (Walliance Crowd) gli statuti di tutte le 17 società sono prive della previsione in esame.

Grafico n. 9 – *Distribuzione degli statuti redatti dai notai che hanno redatto almeno tre atti costitutivi, in base all'inserimento o meno di una previsione contrattuale che autorizza l'utilizzo di metodi non collegiali per le decisioni degli amministratori*

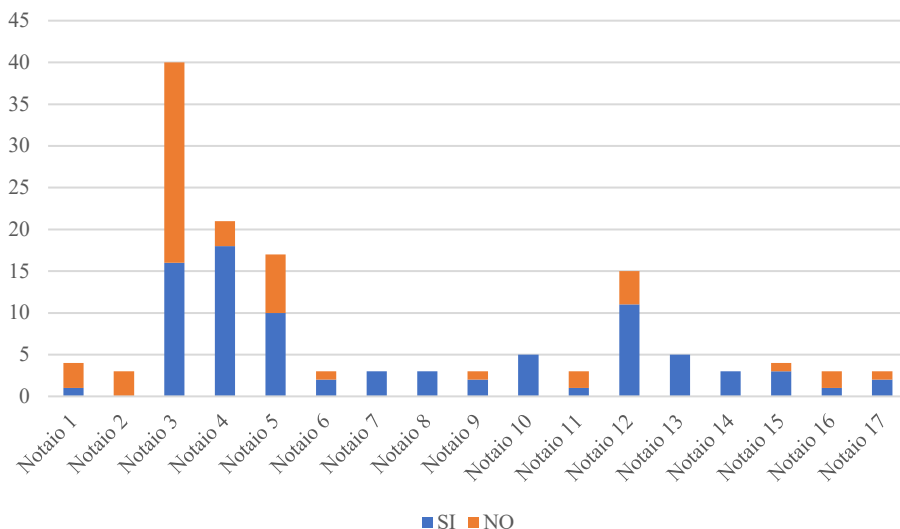
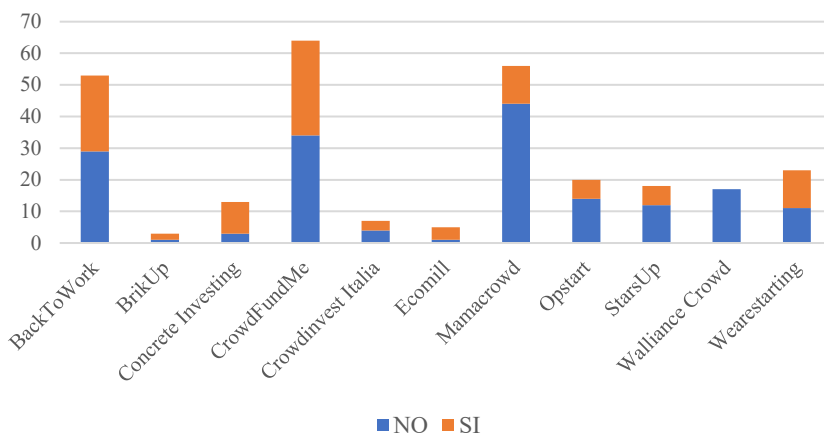


Grafico n. 10 – *Distribuzione delle società sulle piattaforme che hanno ospitato almeno tre campagne di crowdfunding in base all'inserimento o meno di una previsione statutaria che autorizza l'utilizzo di metodi non collegiali per le decisioni degli amministratori*



4. L'organizzazione interna del consiglio di amministrazione

4.1. La frequente "deformalizzazione" dell'organizzazione endoconsiliare

In questo paragrafo, l'analisi si concentra esclusivamente sulle società gestite, alla data della campagna, da un consiglio di amministrazione. Il sottocampione così definito – sottraendo le undici società con amministrazione plurisoggettiva personalistica al totale delle società non gestite da un amministratore unico (122) – comprende dunque 111 società.

Di queste, ben 68 – pari al 61,3% – non hanno attribuito deleghe ai propri amministratori, assegnando così al *plenum* l'intera gestione ordinaria e straordinaria dell'impresa. Per di più, in media, tali società presentano dimensioni maggiori rispetto all'intero campione di riferimento, con riguardo sia alla consistenza del patrimonio netto, che all'ammontare del capitale raccolto in occasione della campagna di *crowdfunding*. Esse registrano inoltre, in media, anche un numero più elevato di soci.

Tabella n. 2 – *Patrimonio netto e capitale raccolto in relazione alla struttura di governance*

		Patrimonio netto es. precedente	Patrimonio netto es. successivo	Capitale raccolto
S.r.l. <i>crowdfunded</i> (intero campione)	media	267.344,00 €	682.799,08 €	526.925,66 €
	mediana	79.945,00 €	225.115,00 €	200.621,00 €
S.r.l. gestite da c.d.a.	media	311.324,80 €	883.845,62 €	602.867,05 €
	mediana	93.957,50 €	278.869,00 €	240.000,00 €
S.r.l. senza organizzazione interna c.d.a.	media	276.377,02 €	1.048.425,22 €	588.771,86 €
	mediana	94.803,00 €	480.458,50 €	263.980,00 €

Grafico n. 11 – *Statistiche descrittive del patrimonio netto nell'esercizio precedente e in quello successivo alla data della campagna di crowdfunding, nonché dell'ammontare del capitale raccolto, in relazione all'organizzazione interna dell'organo amministrativo*

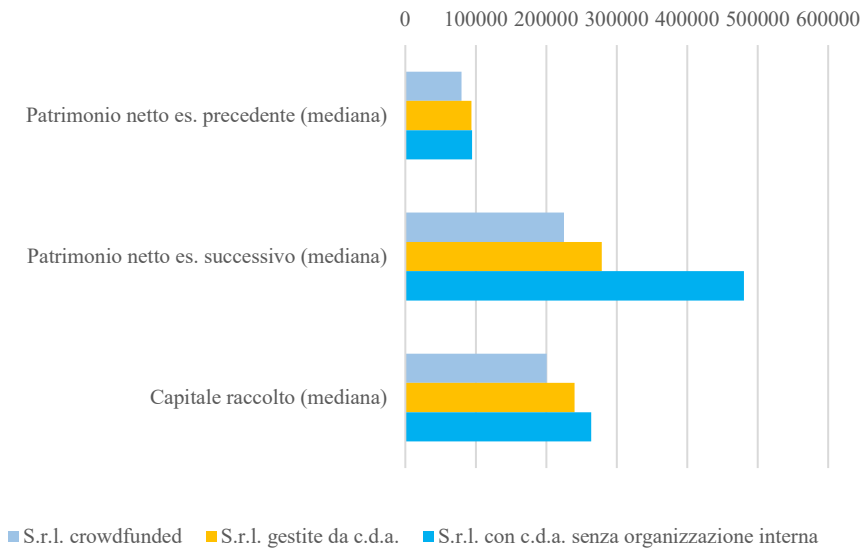


Tabella n. 3 – *Statistiche descrittive del numero di soci rispetto all'organizzazione interna dell'organo amministrativo*

		S.r.l. crowdfunded (intero campione)	S.r.l. gestite da c.d.a.	S.r.l. senza organizzazione interna c.d.a.
Numero soci	media	87	82	108
	mediana	33	35	40

Tali dati sembrano suggerire la presenza in molte società di un “sostrato” di *governance* informale, fondato più sui rapporti personali tra soci e amministratori che sulla puntuale articolazione di competenze, processi decisionali e sistemi di controllo, evidenziando così – ancora una volta – la prevalente vocazione personalistica dei sistemi di *governance* che caratterizzano le s.r.l. *crowdfunded*.

Nel contempo, tuttavia, un simile assetto può forse suscitare alcune perplessità sulla complessiva adeguatezza dell'organizzazione societaria. Una certa deformalizzazione della *governance* può infatti garantire una maggiore flessibilità ed efficacia dell'azione societaria²¹. Occorre tuttavia interrogarsi sulla tenuta di tali conclusioni in rapporto alle dimensioni di tali società e al fatto che queste ricorrono al pubblico risparmio, caratterizzandosi quindi per una notevole dispersione della compagine sociale.

4.2. *Il conferimento delle deleghe gestorie*

Le altre 43 società del sottocampione qui considerato hanno invece formalmente attribuito deleghe gestorie a uno o più membri del consiglio di amministrazione. Di queste, 29 (67,4%) hanno conferito almeno una delega generale, benché in alcuni casi accompagnata da specifici limiti quantitativi o circoscritta alla sola gestione ordinaria dell'impresa²². In undici casi (25,6%), invece, sono state delegate soltanto specifiche attribuzioni del consiglio (per 3 società non è stato possibile reperire i dati); in nessun caso, tuttavia, è stato specificamente delegato il compito di predisporre gli assetti organizzativi, amministrativi e contabili di cui all'art. 2086, comma 2, c.c.

In media, il rapporto tra amministratori delegati e membri del consiglio è di uno a due. In un tale contesto, 20 società hanno nominato un solo membro esecutivo, mentre 15 ne hanno nominati due: considerata la normale preferenza per

²¹ R.K. MERTON, *Teoria e struttura sociale*, Bologna, 1992, 407 ss.; A. VALZER, *La disciplina del credito ai consumatori per l'acquisto di immobili residenziali*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2021, I, 923 ss.

²² In questo contesto, si è scelto di adottare una definizione piuttosto ampia di “delega generale”, al fine di comprendere anche le situazioni in cui il consiglio ha formalmente attribuito solo specifiche funzioni ai propri membri delegati, ma di fatto così estese da coprire i principali aspetti dell'attività d'impresa.

le deleghe generali, tale dato è coerente con la necessità di assicurare un sufficiente grado di uniformità della gestione, riducendo nel contempo i costi di monitoraggio. Il numero di componenti del consiglio non risulta tuttavia correlato né alla scelta di conferire deleghe gestorie, né al numero di membri esecutivi effettivamente nominati.

Nove società, infine, hanno attribuito deleghe gestorie a tutti i componenti del consiglio di amministrazione. Curiosamente, in sei di queste sono state conferite deleghe generali a tutti gli amministratori, così “mimando” – nei fatti e salve le limitazioni legali all’istituto della delega – un sistema di amministrazione disgiuntiva.

4.3. *Il casting vote del presidente*

Considerando nuovamente l’intero campione, 73 società (24,7%) hanno attribuito con apposita clausola statutaria un peso decisivo, in caso di parità, al voto del presidente del consiglio di amministrazione (*casting vote*). La rilevanza pratica di tale previsione è tuttavia ben più limitata: di queste società, infatti, 49 sono gestite da un amministratore unico, mentre sette da due amministratori (molti statuti subordinano infatti tale potere alla presenza di un consiglio composto da almeno tre membri)²³.

Le restanti 16 società – pur in assenza di una correlazione statisticamente significativa – si caratterizzano invece per una (relativa) maggiore dispersione della compagine sociale. In coerenza con tale dato, benché in maniera piuttosto sorprendente, in un solo caso il *casting vote* del presidente è accompagnato dal diritto particolare dei soci fondatori di nominare l’amministratore che ricoprirà tale carica.

La presenza di una simile clausola non è infine correlata con il notaio che ha redatto lo statuto, né con la piattaforma che ha ospitato la campagna di *crowdfunding*.

4.4. *La radicale mancanza dei presidi di governance normalmente adottati dalle società che fanno appello al pubblico risparmio*

Come si è accennato (*supra*, par. 1), la necessità di proteggere gli investitori contro il rischio di comportamenti opportunistici da parte di amministratori e soci di maggioranza trova espressione, nelle società quotate, in diversi strumenti di *governance*, elaborati dalla prassi nel corso degli anni e poi recepiti dal legislatore e dai codici di autodisciplina²⁴.

²³ Si tende tuttavia ad ammettere la possibilità di applicare tale istituto «anche in un consiglio bipersonale» (cfr. P. SANFILIPPO, *Gli amministratori*, in M. CIAN (a cura di), *Diritto commerciale*, III, Torino, 2024, 505).

²⁴ Per un *excursus* comparatistico, J. ARMOUR, L. ENRIQUES, H. HANSMANN, R. KRAAKMAN, *The Basic Governance Structure: The Interests of Shareholders as a Class* e L. ENRIQUES, H. HANSMANN, R. KRAAKMAN, M. PARGENDLER, *The Basic Governance Structure: Minority Shareholders and Non-Shareholder Constituencies*, entrambi in *The Anatomy of Corporate Law*, Oxford, 2017, rispettivamente 49 ss. e 79 ss.

Da quest'angolo visuale, l'apertura delle s.r.l. *crowdfunded* al pubblico risparmio è destinata a creare problemi analoghi, aggravati anzi dalla maggiore opacità che caratterizza l'investimento in tali società e dalla normale assenza di un mercato sufficiente liquido delle partecipazioni (*supra*, par. 1). Sarebbe dunque ragionevole ipotizzare una spontanea convergenza dell'autonomia privata verso tali soluzioni, pur modellate in funzione delle peculiarità che caratterizzano tale modello societario²⁵. In particolare, ci si dovrebbe attendere un significativo ricorso alla figura degli amministratori indipendenti, chiamati nei sistemi tradizionali di *governance* a vigilare affinché le decisioni consiliari – e, soprattutto, degli organi delegati – non siano guidate da interessi personali del gruppo di controllo.

Sorprendentemente, invece, in nessun caso sono stati nominati amministratori indipendenti, né sono stati costituiti comitati interni all'organo amministrativo. Anche gli amministratori di minoranza – come si è detto (*supra*, par. 2.2) – assumono un ruolo spesso marginale e sembrano comunque essere esclusiva espressione di soci qualificati. In un tale conteso, infatti, i soci investitori non solo vengono privati di una diretta “rappresentanza” consiliare, ma sono *tout court* privati dello stesso potere di concorre alla nomina e alla revoca dell'organo amministrativo²⁶.

In questo stesso ordine di idee, nemmeno il sistema dei controlli pare giocare un ruolo determinante nell'ambito dei sistemi di *governance*²⁷.

Al contrario, la principale forma di tutela dei soci investitori – esattamente come nelle s.r.l. “tradizionali” – sembra risiedere nella disciplina di trasparenza e, in particolare, nell'esercizio dei diritti di informazione e ispezione di cui all'art. 2476, comma 2, c.c. Contrariamente infatti a quanto ci si potrebbe attendere²⁸, tale diritto è espressamente derogato solo da 30 società (pari al 10,1% del campione)²⁹ e sostituito in alcuni casi da diritti di informazione periodica e collettiva. In 15 società, sono invece previsti diritti di informazione ulteriori rispetto a quelli previsti dalla legge.

²⁵ S. CORSO, *op. cit.*, 884 ss.

²⁶ Sulla legittimità di tale previsione, v. però P. SPOLAORE, *S.r.l. e offerta al pubblico*, cit., 122 ss.

²⁷ Cfr. V. CAFORIO, Capitolo XVII, in questo *Volume*.

²⁸ Invero (cfr. *supra*, par. 1), «la polverizzazione della compagine sociale crea il rischio che l'esercizio del controllo individuale, oltre a prestarsi ad abusi endemici, comporti seri intralci per lo svolgimento dell'attività comune», suggerendo così l'opportunità di disapplicare tramite riduzione teleologica «siffatto istituto, in quanto incompatibile con la presenza di soci “investitori”» (così, P. SPOLAORE, *S.r.l. e offerta al “pubblico”*, cit., 113; ma v. anche M. CIAN, *op. cit.*, 834 ss.; e R. SACCHI, *Note a margine del saggio di Aldo Dolmetta sul tipo s.r.l.*, in *Riv. dir. comm.*, 2022, I, 579 ss.).

²⁹ V. CAFORIO, Capitolo XVI, in questo *Volume*.

5. Considerazioni conclusive

I dati raccolti dipingono un quadro per certi versi inatteso, almeno se si osserva il fenomeno delle s.r.l. *crowdfunded* nella tradizionale prospettiva delle società “aperte” (*supra*, par. 1)³⁰.

Come segnalato dalla costante emissione di quote senza diritto di voto (*supra*, par. 2.2)³¹, i soci che hanno aderito alla campagna di *crowdfunding* si configurano infatti come meri fornitori di capitale, esclusi non solo dalla gestione dell’impresa comune, ma anche dalla partecipazione all’organizzazione societaria. Ciononostante, le evidenze empiriche presentate in questo capitolo mostrano che la s.r.l. *crowdfunded* mantiene, rispetto alla conformazione dell’organo amministrativo, una struttura sostanzialmente sovrapponibile a quella delle società “chiuse”, caratterizzata cioè da una spiccata impronta personalistica³².

In un tale contesto, i soci investitori sono dunque privati dei rimedi di *governance* normalmente approntati per le società quotate, a cominciare dalla nomina di amministratori indipendenti o dalla costituzione di un organo di controllo (*supra*, par. 4.4). Allo stesso modo – e al contrario di quanto avviene in altri “luoghi” del diritto finanziario³³ – essi non concorrono nemmeno alla nomina o alla revoca degli amministratori.

A proteggere i soci investitori non restano dunque che gli obblighi di informazione sull’andamento della gestione sociale previsti dallo statuto o dall’art. 2476, comma 2, c.c.: il che, almeno in assenza di un mercato secondario sufficientemente liquido, appare tuttavia un rimedio assai debole, oltre che facilmente esposto ad abusi.

Tutte queste considerazioni evidenziano dunque la sostanziale incapacità del mercato di raggiungere autonomamente un equilibrio efficiente, assicurando adeguate forme di tutela agli interessi dei soci investitori e prevenendo così il rischio di comportamenti opportunistici e le conseguenti dinamiche di selezione avversa.

In un tale contesto, l’intervento del diritto diventa allora necessario³⁴ e, con

³⁰ In questo senso, si esprime infatti la dottrina maggioritaria: per tutti, P. BENAZZO, *Categorie di quote*, cit., 683 s.; O. CAGNASSO, *S.r.l. aperta*, in *Nuove leggi civ.*, 2020, 1211 ss.; G. PRESTI, *Vent’anni vissuti pericolosamente. T.u.f. e codice civile: una convivenza difficile*, in *AGE*, 2019, 473 ss.

³¹ V., in argomento, V. CAFORIO, Capitolo XIV, par. 3, e D. SEMEGHINI, Capitolo XIII, par. 2, entrambi in questo *Volume*.

³² Critica la qualificazione della s.r.l. *crowdfunded* come società “aperta”, P. SPOLAORE, *La partecipazione in s.r.l. tra crowdfunding e dematerializzazione*, in *Riv. ODC*, 2024, 184 ss. Benché prima dell’introduzione dell’art. 2325-ter c.c., v. anche E. GINEVRA, *Le società di capitali “aperte” tra codice civile e t.u.f.*, in M. CALLEGARI, S.A. CERRATO, E.R. DESANA (a cura di), *Governance e mercati. Studi in onore di Paolo Montalenti*, Torino, 2022, 486 ss.

³³ Il riferimento è, in particolare, alla gestione collettiva del risparmio.

³⁴ R.H. COASE, *The Problem of Social Cost*, in *3 J. L. & Econ.*, 1960, 1.

esso, l'esigenza di definire con maggior chiarezza la natura delle s.r.l. *crowdfunded*. Invero, mentre il carattere "aperto" di tali società è oggi al centro di un significativo dibattito, altri autori hanno visto riecheggiare nelle s.r.l. *crowdfunded* i medesimi elementi che contraddistinguono l'investimento in Oicr chiusi.

Sciogliere questo nodo è indispensabile per rimediare ai predetti fallimenti del mercato e trovare nell'ordinamento giuridico soluzioni coerenti con la realtà che deve essere regolata: attingendo agli strumenti di *governance* previsti per le società aperte, oppure alla disciplina sulla gestione collettiva del risparmio e, in particolare, alla necessità che i soci investitori possano concorrere a nominare almeno la maggioranza dei componenti dell'organo amministrativo³⁵.

Tabella n. 4 – *Correlazione tra la presenza di un socio di controllo (> 33,3%) e il numero di amministratori*

Numero di amministratori	Coef.	St.Err.	t-value	p-value	[95% Conf Interval]	Sig
Presenza di un socio > 33,3%	-.987	.163	-6.04	0	-1.309 - .666	***
Constant	2.6	.141	18.46	0	2.323 2.877	***
Mean dependent var		1.866	SD dependent var			1.292
R-squared		0.112	Number of obs			292
F-test		36.500	Prob > F			0.000
Akaike crit. (AIC)		946.679	Bayesian crit. (BIC)			954.033

*** $p < .01$, ** $p < .05$, * $p < .1$

L'analisi di regressione lineare evidenzia una forte relazione inversa tra la presenza di un socio di controllo rilevante (quota > 33,3%) e la dimensione dell'organo amministrativo. Il modello è statisticamente molto significativo. Il coefficiente (-0.987) indica che, in media, le società con un socio di controllo hanno circa un amministratore in meno (precisamente 0,99 in meno) rispetto alle società con assetti proprietari più frammentati. Questo suggerisce una netta tendenza verso organi più snelli (spesso l'amministratore unico) quando la proprietà è concentrata.

³⁵ P. SPOLAORE, *S.r.l. e offerta al "pubblico"*, cit., 88 ss. e 122 ss.

Tabella n. 5 – *Correlazione tra la presenza di un socio di controllo (> 50%) e il numero di amministratori*

Numero di am- ministratori	Coef.	St.Err.	t-value	p-value	[95% Conf	Interval]	Sig
presenza di un socio > 50%	-.663	.146	-4.53	0	-.951	-.374	***
Constant	2.2	.104	21.18	0	1.996	2.404	***
Mean dependent var		1.866	SD dependent var				1.292
R-squared		0.066	Number of obs				292
F-test		20.482	Prob > F				0.000
Akaike crit. (AIC)		961.368	Bayesian crit. (BIC)				968.721

*** $p < .01$, ** $p < .05$, * $p < .1$

Anche considerando una partecipazione >50% del capitale sociale, si conferma la relazione negativa con la numerosità del board, che rimane altamente significativa. In questo caso, la presenza di un socio di maggioranza è associata a una riduzione del numero medio di amministratori pari a 0,66 unità. Sebbene l'effetto sia leggermente meno marcato rispetto al modello precedente, si ribadisce l'evidenza per cui assetti proprietari concentrati favoriscono organi amministrativi più ristretti.

Tabella n. 6 – *Correlazione tra la presenza nello statuto di clausole che attribuiscono il diritto di nominare un amministratore e il numero delle categorie di quote*

Presenza di catego- rie con diritti di no- mina degli ammini- stratori	Coef.	St.Err.	t-value	p-value	[95% Conf	Interval]	Sig
Numero di catego- rie di quote	.076	.015	5.18	0	.047	.105	***
Constant	-.09	.039	-2.32	.021	-.167	-.014	**
Mean dependent var		0.092	SD dependent var				0.290
R-squared		0.085	Number of obs				292
F-test		26.877	Prob > F				0.000
Akaike crit. (AIC)		83.221	Bayesian crit. (BIC)				90.574

*** $p < .01$, ** $p < .05$, * $p < .1$

L'analisi conferma una relazione positiva e significativa tra la variabile legata al numero di categorie di quote e la presenza di categorie che attribuiscono il diritto di nomina degli amministratori. Il coefficiente (0.076) indica che, all'aumentare dell'indice delle categorie di quote (escludendo il caso base), la probabilità di riscontrare una clausola di nomina aumenta del 7,6% per ogni unità incrementale della variabile indipendente.

Bibliografia essenziale

ABBADESSA P., *Deliberazioni senza assemblea nelle società di capitali*, in *Riv. dir. comm.*, 1968, I, 300 ss.; AGSTNER P., CAPIZZI A., GIUDICI P., *Business Angels, Venture Capital e la nuova s.r.l.*, in *Riv. ODC*, 2020, 353 ss.; AGSTNER P., *Le s.r.l. aperte: uno sguardo comparatistico*, in *Riv. ODC*, 2024, 198 ss.; ARMOUR J., ENRIQUES L., HANSMANN H., KRAAKMAN R., *The Basic Governance Structure: The Interests of Shareholders as a Class*, in *The Anatomy of Corporate Law*, Oxford, 2017, 49 ss.; BENAZZO P., *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. aperta?*, in *Riv. soc.*, 2018, 632 ss.; BENAZZO P., *Start-up e PMI innovative*, in *Digesto delle discipline privatistiche – Sezione commerciale*, Torino, 2017, 467 ss.; BRIZZI F., *Offerta al pubblico e circolazione delle quote di s.r.l. in seguito alla novella dell'art. 100-ter T.U.F.: prime riflessioni*, in *Riv. ODC*, 2023, 894 ss.; CAGNASSO O., *S.r.l. aperta*, in *Nuove leggi civ.*, 2020, 1208 ss.; CAGNASSO O., *Profili organizzativi e disciplina applicabile alle s.r.l. P.M.I.*, in *NDS*, 2018, 1517 ss.; CHEMMANUR T.J., FULGHIERI P., *A Theory of the Going-Public Decision*, in *12 Rev. Fin. Studies*, 1999, 249 ss.; CIAN M., *S.r.l. PMI, s.r.l., s.p.a.: schemi argomentativi per una ricostruzione del sistema*, in *Riv. soc.*, 2018, 818 ss.; COASE R.H., *The Problem of Social Cost*, in *3 J. L. & Econ.*, 1960, 1 ss.; CORSO S., LAUDONIO A., *Le s.r.l. aperte al mercato tra crowdfunding e sperimentazione di nuovi ambienti digitali*, in *Riv. ODC*, 2024, 119 ss.; CORSO S., *S.r.l.-PMI aperte al mercato: scelte statutarie e diritti dei soci investitori*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2019, I, 877 ss.; ENRIQUES L., HANSMANN H., KRAAKMAN R., PARGENDLER M., *The Basic Governance Structure: Minority Shareholders and Non-Shareholder Constituencies*, in *The Anatomy of Corporate Law*, Oxford, 2017, 79 ss.; EUROPEAN COMMISSION, *Impact Assessment Accompanying the Proposal for a Regulation on European Crowdfunding Service Providers*, 8 marzo 2018, Bruxelles, SWD(2018) 56 final; FERRARINI G., MACCHIAVELLO E., *FinTech and Alternative Finance in the CMU. The Regulation of Marketplace Investing*, in D. BUSCH, E. AVGOULEAS, G. FERRARINI (eds.), *Capital Markets Union in Europe*, Oxford, 2018, 208 ss.; FERRARINI G., OTTOLIA A., *Corporate Disclosure as a Transaction Cost: The Case of SMEs*, in *9 ERCL*, 2013, 363 ss.; FREGONARA E., *Il crowdfunding dell'impresa innovativa sostenibile (PMI e S.R.L.): tipologie e novità*, in *Banca impr. soc.*, 2024, 221 ss.; GINEVRA E., *Le società di capitali "aperte" tra codice civile e t.u.f.*, in M. CALLEGARI, S.A. CERRATO, E.R. DESANA (a cura di), *Governance e mercati. Studi in onore di Paolo Montalenti*, Torino, 2022, 472 ss.; GOMTSIAN S., *The Governance of Publicly Traded Limited Liability Companies*, in

40 *Del. J. Corp. L.*, 2015, 207 ss.; MERTON R.K., *Teoria e struttura sociale*, Bologna, 1992; MOLONEY N., *EU Securities and Financial Markets Regulation*, Oxford, 2023; PRESTI G., *Vent'anni vissuti pericolosamente. T.u.f. e codice civile: una convivenza difficile*, in *AGE*, 2019, 473 ss.; SACCHI R., *Note a margine del saggio di Aldo Dolmetta sul tipo s.r.l.*, in *Riv. dir. comm.*, 2022, I, 569 ss.; SANFILIPPO P., *Gli amministratori*, in M. CIAN (a cura di), *Diritto commerciale*, III, Torino, 2024, 465 ss.; SPOLAORE P., *La partecipazione in s.r.l. tra crowdfunding e dematerializzazione*, in *Riv. ODC*, 2024, 175 ss.; SPOLAORE P., *Il regime del crowdfunding tra fonti europee e nazionali*, in *Nuove leggi civ.*, 2024, 393 ss.; SPOLAORE P., *Struttura finanziaria della s.r.l. e raccolta di capitali online*, in *Società*, 2024, 303 ss.; SPOLAORE P., *S.r.l. e offerta al "pubblico" di partecipazioni sociali*, Milano, 2022; VALZER A., *La disciplina del credito ai consumatori per l'acquisto di immobili residenziali*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2021, I, 894 ss.