

PIERGIUSEPPE SPOLAORE *

VALERIA CAFORIO

MITI E REALTÀ IN PUNTO DI STRUTTURA FINANZIARIA DELLA S.R.L. CHE RICORRE AL *CROWDFUNDING*: UN'ANA- LISI EMPIRICA

Abstract. Il contributo analizza, attraverso un'indagine empirica condotta su un campione rappresentativo di s.r.l. che hanno fatto ricorso all'equity crowdfunding tra il 2012 e il 2023, le modalità con le quali l'autonomia statutaria viene concretamente esercitata nella configurazione della struttura finanziaria e partecipativa delle società coinvolte. Alla luce dell'evoluzione normativa successiva all'introduzione dell'art. 100-ter t.u.f. e dell'art. 26 d.l. n. 179/2012, il lavoro verifica in che misura le potenzialità attribuite dalla dottrina ai margini di autonomia riconosciuti da siffatte previsioni normative trovino effettiva realizzazione nella prassi statutaria delle s.r.l. "crowdfunded".

L'analisi mostra che l'emissione di categorie di quote rappresenta un elemento pressoché costante delle operazioni esaminate (oltre il 94% dei casi), evidenziando una funzionalità della categorizzazione delle quote rispetto ai processi di raccolta tramite portali. Al contrario, la standardizzazione del valore nominale delle partecipazioni si rivela marginale (1,36%), suggerendo una perdurante distanza tra la morfologia concreta della s.r.l. e gli schemi tipici del modello azionario.

Quanto al contenuto dei diritti attribuiti ai soci investitori, emergono tre aspetti di maggior rilievo: l'ampia diffusione delle categorie prive del diritto di voto, la non sistematicità dell'attribuzione di privilegi patrimoniali compensativi e una presenza minoritaria ma significativa di clausole volte a

* Nonostante l'elaborato sia frutto di riflessioni comuni, sono da attribuirsi a Piergiuseppe Spolaore i parr. 1, 2, 3 e 7, mentre a Valeria Caforio i parr. 4, 5 e 6. I dati pubblicati e commentati nel presente scritto sono stati raccolti in esecuzione del progetto PRIN 2022 Prot. 2022TMFTHK «*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. Ulteriori evidenze relative a numerosi profili delle s.r.l. che ricorrono al *crowdfunding* e delle s.r.l. a partecipazione pubblica, che per limiti strutturali e contenutistici non potevano essere inclusi nella presente trattazione, saranno edite in un volume in corso di pubblicazione per i tipi di Giappichelli. Gli autori desiderano ringraziare Matteo Ferraro per l'aiuto nell'elaborazione dei dati e nella creazione di grafici e tabelle.

limitare il diritto individuale di controllo *ex art. 2476, comma 2°, c.c.* Nel complesso, la s.r.l. che ricorre al crowdfunding pare mantenere un assetto connotato da marcata selettività partecipativa, nel quale la modulazione dei diritti delle categorie appare funzionale alla preservazione degli equilibri interni più che a un effettivo processo di “apertura al mercato”.

The contribution examines, through an empirical investigation conducted on a representative sample of Italian limited liability companies (s.r.l.) that resorted to equity crowdfunding between 2012 and 2023, the ways in which statutory autonomy is exercised in shaping the financial and participatory structure of the companies involved. In light of the regulatory developments following the introduction of Article 100-ter of the Consolidated Financial Act (t.u.f.) and Article 26 of Decree-Law No. 179/2012, the study assesses the extent to which the potential attributed by the legal scholarship to the contractual autonomy recognised by these provisions is effectively realised in the statutory practice of crowdfunded s.r.l.s.

The analysis shows that the issuance of classes of quotas is an almost constant feature of crowdfunding operations (involving over 94% of the companies in the sample), highlighting their relevance in capital-raising processes carried out through online platforms. By contrast, the standardisation of the nominal value of membership interests proves to be marginal (1.36%), suggesting a persistent distance between the concrete morphology of the s.r.l. and the structural patterns that are typical of the corporate (share-based) model.

With regard to the content of the rights granted to investors, three aspects appear particularly significant: the widespread use of non-voting classes of quotas, the isolated and nonsystematic recourse to patrimonial privileges to compensate the absence of voting rights, and a minority yet meaningful presence of clauses aimed at limiting the individual right of inspection and monitoring that investors normally enjoy under Article 2476(2) of the Civil Code. Taken together, these findings suggest that the s.r.l. resorting to equity crowdfunding tends to maintain a closed asset structure, in which the modulation of the rights attributed to each class of quotas appears more functional to preserving internal equilibria than to fostering a genuine process of “market openness.”

SOMMARIO: 1. Obiettivo e perimetro dell'analisi. – 2. Struttura dell'esposizione. – 3. La popolazione, la costruzione del campione e la sua composizione. – 3.1. L'individuazione e il censimento della popolazione. – 3.2. I criteri di formazione del campione rappresentativo. – 3.3. La composizione del campione analizzato. – 4. Profili strutturali della partecipazione sociale: la categorizzazione delle quote. – 4.1. Il rapporto tra *crowdfunding* e creazione di categorie di quote. – 4.2. Analisi dei dati empirici. – 5. *Segue*: la standardizzazione della partecipazione sociale. – 5.1. Categorie di quote di s.r.l. e standardizzazione. – 5.2. Analisi dei dati empirici. – 6. Il contenuto dei diritti delle categorie di quote. – 6.1. Articolazione dei diritti e limiti dell'autonomia statutaria. – 6.2. Analisi dei dati empirici. – 7. Conclusioni.

1. Obiettivo e perimetro dell'analisi.

Successivamente alla riforma del diritto societario del 2003, si è assistito a ripetuti interventi legislativi che hanno interessato quasi ogni aspetto della disciplina (e, forse, della fattispecie)¹ della s.r.l. Ai presenti fini, una ricostruzione in dettaglio di siffatte “evoluzioni” normative è ultronea, non da ultimo perché alcune di esse sono state così effimere da venire caducate già dal *round* di modifiche immediatamente successivo², ed è sufficiente limitarsi a evidenziarne i tratti essenziali.

Si fa riferimento, soprattutto, al passaggio da un sistema nel quale il “tipo” s.r.l. era fondato su una sola concezione della partecipazione sociale – e cioè al triplice divieto contenuto nell'art. 2468, comma 1°, c.c.: di standardizzazione nominale³ del capitale sociale⁴; di incorporazione delle

¹ Secondo alcuni, l'esito di un processo avviato con la riforma del diritto societario del 2003 consiste nella scomparsa della s.r.l. come tipo (fattispecie) normativa: senza pretesa di completezza, v. SCANO, *Il “tipo”*, in IBBA e MARASÀ (a cura di), *Le società a responsabilità limitata*, I, Milano, 2020, p. 82 s. («forma senza tipo»); CAGNASSO, *La s.r.l.: un tipo societario “senza qualità”*, in *Nuovo dir. soc.*, 2013, p. 7 (tipo «senza qualità»); CAMPOBASSO, *La società a responsabilità limitata. Un modello “senza qualità”?*, in IRRERA (a cura di), *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della Crisi. Studi in onore di Oreste Cagnasso*, Torino, 2020, p. 27.

² Come, ad es., la «società a responsabilità limitata a capitale ridotto» di cui all'art. 44 d.l. 22 giugno 2012, n. 83, convertito in l. 7 agosto 2012, n. 134, poi abrogato dal d.l. 28 giugno 2013, n. 76, convertito in l. 9 agosto 2013, n. 99: v. STELLA RICHTER JR, *Profilo storico*, in IBBA e MARASÀ (a cura di), *Le società*, cit., p. 21 s.

³ Secondo la tesi tradizionalmente maggioritaria, il divieto di rappresentazione in azioni di cui all'art. 2468, comma 1°, c.c., impedisce non soltanto l'incorporazione in titoli di credito, ma la stessa predisposizione statutaria (e dunque anche l'emissione), di partecipazioni standardizzate in serie, aventi eguale valore nominale, anche a prescindere dall'eventuale e successiva offerta al pubblico sul punto; sul punto, si rinvia, anche per riferimenti, anche al successivo par. 5.1.

⁴ Pare essere il principio di unitarietà della quota (v. *amplius*, par. 5.1, testo e nt. 73) a segnare la distinzione tipologica di fattispecie costitutiva tra s.p.a. e s.r.l.; rispetto a ciò l'art.

partecipazioni in titoli di credito; di offerta delle partecipazioni al pubblico⁵ – alla moltiplicazione delle “tipologie” di partecipazioni. Nell’attuale quadro normativo, infatti, si possono ravvisare, oltre alle quote “ordinarie” rette dalla disciplina codicistica, le «categorie di quote» emesse da s.r.l.-PMI di cui all’art. 26, comma 2°, d.l. n. 179/12, nonché le quote standardizzate dematerializzate emesse ai sensi dell’art. 26, comma 2°-bis del medesimo decreto, introdotto dall’art. 3 l. n. 21/24 (c.d. “legge capitali”). Detti sviluppi sono stati affiancati sia dall’ampiamiento dei regimi di circolazione delle quote (: art. 2470 c.c.; circolazione intermediata; circolazione in forma dematerializzata), sia dalla nota previsione della possibilità di offrire le quote di s.r.l. (anche non PMI)⁶ «al pubblico» su piattaforme di *crowdfunding* in forza dell’art. 100-ter, comma 1°, t.u.f.⁷

In siffatto scenario potrebbero ravvisarsi elementi di rottura ancora più significativi⁸ di quelli apportati dai primi “sotto-tipi” di s.r.l. dal punto di

2468, comma 1°, c.c., sarebbe la coerente conseguenza in termini di disciplina, e da cui discenderebbe il corollario del divieto di emettere categorie di quote standardizzate (cfr., infatti: ABBADESSA, *La voce dei soci nella gestione della s.r.l.*, in *Riv. dir. soc.*, 2012, p. 19; sul punto, v. più diffusamente *ultra*, par. 5.1).

⁵ È stato osservato che il divieto di rappresentazione in azioni e di offerta al pubblico – lo si voglia o meno intendere inclusivo del divieto di standardizzabilità delle quote di s.r.l. – non potrebbe assurgere a differenza tipologica di fattispecie, trattandosi di elemento della disciplina: DOLMETTA, *Sul “tipo” S.r.l.*, in DOLMETTA e PRESTI (a cura di), *S.r.l. Commentario dedicato a G.B. Portale*, Milano, 2011, n. 54, p. 32; ABBADESSA, *Art. 2325*, in NICCOLINI e STAGNO D’ALCONTRES (a cura di), *Società di capitali: commentario*, I, Napoli, 2004, p. 6; in tal senso, invece, tra gli altri, ZANARONE, *Della società*, p. 500 ss.; CAGNASSO, *La società a responsabilità limitata*, Padova, 2007, p. 126; in posizione intermedia M. CIAN, *Il tipo s.r.l.?*, in questa *Rivista*, 2021, p. 302; ID., *Le quote dematerializzate di s.r.l.*, in *Riv. dir. civ.*, 2024, I, p. 301; ID., *Vecchie e nuove leggi di circolazione delle quote di s.r.l.: tre modelli a zozzo (per tacer del token)*, in *ODC*, 2025, p. 815 s.; e cfr. SPADA, *Commento agli artt. 2325, 2452, 2462*, in D’ALESSANDRO (diretto da), *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, II, I, Padova, 2011, p. 6 s.

⁶ Come si vedrà (*ultra*, par. 5.1): sia ordinarie sia “categorizzate” e/o standardizzate.

⁷ Per ragioni meglio illustrate nel prosieguo, il divieto di cui all’art. 2468, comma 1°, c.c. non dovrebbe essere considerato una delle disposizioni, «in materia di *start up* innovative, di *spin off*, di PMI innovative e di incubatori e acceleratori di *start up*, nonché di quelle relative a tutte le attività di filiera concernenti servizi di formazione e alta formazione, ricerca, sostegno e investimento rivolte ai predetti soggetti», «che hanno esaurito la loro funzione o sono prive di effettivo contenuto normativo o sono comunque obsolete», il cui «riordino» («mediante abrogazione espressa» e la «redazione di un testo unico») viene affidato al governo in forza della delega contenuta nell’art. 18 del d.d.l. 1484 del 12 maggio 2025. Ciò, non fosse altro perché la citata delega attiene alla «disciplina e la contestuale realizzazione del testo unico in favore delle *Start up* e Pmi innovative», non alle PMI “semplici”, senza che venga mai espresamente menzionata la s.r.l.

⁸ Come testimoniato dalla copiosa produzione scientifica sull’argomento: oltre alle monografie edite nell’ultimo quinquennio (BRIZZI, *S.r.l. PMI e offerta al pubblico di quote di partecipazione*, Torino, 2022; CORSO, *Le s.r.l. “aperte” al mercato tra governance societaria e diritti dei soci investitori*, Milano, 2021; SPOLAORE, *S.r.l. e offerta al “pubblico” di partecipazioni sociali*, Milano, 2022), v., senza pretesa di completezza, BRIZZI, *Offerta al pubblico e circolazione delle quote in seguito alla novella dell’art. 100-ter T.U.F.: prime riflessioni*, in

vista cronologico (la s.r.l. semplificata, la s.r.l. a capitale “marginale”), posto che essi non mettevano in discussione – anche volendo ipoteticamente prescindere dall’esistenza o meno di una distinzione tra i “tipi” societari s.p.a. e s.r.l. in punto di fattispecie normativa – la differenza di disciplina tra questi ultimi, quanto al regime della partecipazione sociale⁹ e della sua suscettibilità a essere utilizzata come prodotto finanziario, la quale si prospettava comunque coerente con le caratteristiche qualificanti del rapporto sociale nella s.r.l. Nella specie, il menzionato divieto ex art. 2468, comma 1°, c.c. si coniugava con il carattere “personalistico” (o “capitalistico attenuato”) del relativo contenuto e, quindi, con la ristrettezza (chiusura) della compagine sociale¹⁰.

Sulla scorta di simili innovazioni, in letteratura si è sviluppato un articolato dibattito sul “nuovo corso” della s.r.l., nel quale parte degli autori ravvisa un’“apertura” della s.r.l. al “mercato”¹¹, nonché sulla relativa

ODC, 2023, p. 894 ss.; ID., *La dematerializzazione delle quote di S.r.l. PMI*, in *Società*, 2024, p. 785 ss.; CAGNASSO, *S.r.l. aperta*, in questa *Rivista*, 2020, p. 1223 ss.; CETRA, *Le s.r.l.-p.m.i.: disciplina legale e autonomia statutaria*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2020, I, p. 817 ss.; M. CIAN, *Vecchie e nuove leggi di circolazione*, cit., p. 812 ss.; ID., *Le quote dematerializzate*, cit., p. 291 ss.; ID., *Il tipo s.r.l.?*, cit., p. 293 ss.; CORSO e LAUDONIO, *Le s.r.l. aperte al mercato tra crowdfunding e sperimentazione di nuovi ambienti digitali*, in *ODC*, 2024, p. 119; FREGONARA, *La dematerializzazione delle quote di piccole e medie imprese*, in *Riv. soc.*, 2024, p. 754 ss.; GUIDOTTI e ORCIANI, *Sui diritti di controllo del socio nella s.r.l. aperta*, in *Riv. dir. soc.*, 2022, p. 497 ss.; LENER, *Dematerializzazione e digitalizzazione di strumenti finanziari. Le quote di s.r.l.*, in *ODC*, 2024, p. 822 ss.; MASI, *I modelli di partecipazione sociale nella s.r.l.: quota unica, quote plurime e quote-tipo*, in *ODC*, 2025, p. 667 ss.; MIOTTO, *Sull’imprenditorialità minima del socio di s.r.l.*, in questa *Rivista*, 2021, p. 838 ss.; PEDERZINI e DE GOTTARDO, *Incentivi e ostacoli al finanziamento delle PMI s.r.l. sui mercati dei capitali*, in *Giur. comm.*, 2022, I, p. 272 ss.; SPOLAORE, *La partecipazione in s.r.l. tra crowdfunding e dematerializzazione*, in *ODC*, 2024, p. 175 ss.

⁹ Sottolinea lo stacco segnato dalle modifiche introdotte con la l. capitali, M. CIAN, *Le quote dematerializzate*, cit., p. 293 s.; BRIZZI, *La dematerializzazione*, cit., p. 800 («S.r.l. “per azioni”»).

¹⁰ LENER, *Dematerializzazione*, cit., p. 826; GUACCERO, *La start-up innovativa in forma di società a responsabilità limitata: raccolta del capitale di rischio ed equity crowdfunding*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2014, I, p. 706; ONZA, *L’“accesso” alla società per azioni ed alla società a responsabilità limitata*, in *Giur. comm.*, 2020, I, p. 731; cfr., anche, G. FERRI, *Manuale di diritto commerciale*, a cura di ANGELICI e G.B. FERRI, Torino, 2019, pp. 262, 264 s.

¹¹ Da ultimo, BRIZZI, *Offerta*, cit., p. 912 (precisando che per «apertura» non si intende la nozione di cui all’art. 2325-bis c.c.); CORSO e LAUDONIO, *op. cit.*, p. 121 ss.; GUIZZARDI, *La s.r.l. che si apre al mercato*, in *Eur. dir. priv.*, 2024, p. 147; LENER, *Dematerializzazione*, cit., p. 827 s.; MASI, *op. cit.*, p. 690; in precedenza, sebbene desumendo da siffatta osservazione conseguenze applicative diverse, ABU AWWAD, *Quote di partecipazione, categorie di quote e diritti particolari*, in DONATIVI (diretto da), *Trattato delle società*, III, Torino, 2022, p. 243; 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 *Riv. soc.*, 2018, p. 1463 ss.; CAGNASSO, *S.r.l. aperta*, cit., p. 1225; CORSO, *op. cit.*, p. 3 ss. (pur negando che in via esplicita che la s.p.a. che raccoglie risorse tramite *crowdfunding* possa essere considerata un’emittente titoli diffusi: 70 ss.); M. CIAN, *S.r.l. PMI, s.r.l., s.p.a.: schemi argomentativi per una ricostruzione del sistema*, in *Riv. soc.*, 2018, p. 820; DE FILIPPIS, *S.r.l. PMI*

disciplina e sul ruolo giocato dall'autonomia statutaria nella definizione della struttura finanziaria e organizzativa delle "nuove" s.r.l. A ben vedere, è proprio l'estensione dell'autonomia statutaria l'unico elemento a essere rimasto costante nel corso delle menzionate evoluzioni: essa, sebbene al centro della s.r.l. già a seguito della riforma del 2003, è stata ulteriormente ampliata, dal 2012 in poi, per alcune sotto-fattispecie di s.r.l. (*startup* innovative prima, PMI innovative poi, e PMI in definitiva), alle quali è consentito, in via di "eccezione" rispetto al regime comune, «creare categorie di quote fornite di diritti diversi e, nei limiti imposti dalla legge, [...] liberamente determinare il contenuto delle varie categorie anche in deroga a quanto previsto dall'articolo 2468, commi secondo e terzo, del codice civile» (art. 26, comma 2°, d.l. n. 179/12), oltre che (a partire dal marzo 2024) emettere quote «aventi eguale valore e conferenti eguali diritti [...] in forma scritturale ai sensi di quanto previsto dall'articolo 83-bis» del t.u.f.

Sembra dunque che, nel corso dei notevoli cambiamenti apportati all'impianto di fondo della s.r.l., sia rimasta immutata la fiducia riposta dal legislatore nelle capacità dell'autonomia statutaria di addivenire a soluzioni congrue rispetto alle concrete esigenze avvertite nella multiforme fenomenologia della s.r.l.¹²

Con il presente scritto ci si propone non di affrontare le accennate problematiche in termini teorici, bensì di verificare sulla base di riscontri empirici¹³ se e come l'autonomia statutaria venga esercitata da parte delle s.r.l.

«aperta» (quote finanziarie, raccolta di capitale, crowdfunding), in DONATIVI (diretto da), Trattato delle società, cit., p. 881 ss.; DI MARTINO, Tipico e transtipico nelle categorie speciali di quote delle s.r.l. p.m.i., in questa Rivista, 2019, p. 1487 ss.; PRESTI, Vent'anni vissuti pericolosamente. TUF e codice civile: una convivenza difficile, in AGE, 2019, p. 484 ss.; SANTOSUOSSO, Introduzione alla riforma delle società a responsabilità limitata pmi e qualificazione tipologica della società a responsabilità limitata, in Riv. dir. soc., 2019, p. 496 ss.; SPERANZIN, S.r.l. piccole-medie imprese tra autonomia statutaria e ibridazione dei tipi (con particolare riferimento alle partecipazioni prive del diritto di voto), in Riv. soc., 2018, p. 339.

¹² Come parrebbe confermato anche dalla vicenda della legge c.d. capitali: detto intervento legislativo ha comportato un ulteriore ampliamento dell'autonomia statutaria (della s.p.a. e) della s.r.l. in un momento nel quale la dottrina aveva già rimarcato le criticità riscontrabili nelle "nuove" s.r.l., le quali avrebbero potuto essere affrontate dal legislatore in tale occasione. Visto che ciò non è accaduto, si può ritenere che il legislatore (con approccio più meno condivisibile) abbia ritenuto le menzionate criticità non rilevanti oppure che esse debbano essere risolte in sede statutaria.

¹³ Le analisi empiriche non sono particolarmente diffuse nella dottrina gius-commerciale; in materia di s.r.l. e autonomia statutaria, benché con impostazione e perimetro differenti da quelle della presente trattazione, v. AGSTNER, CAPIZZI e GIUDICI, *Il design contrattuale delle startup VC-financed in Italia*, in AGE, 2021, p. 227 ss.; in precedenza, su altre tematiche, FIGÀ-TALAMANCA, *Studi empirici sulle società di capitali*, Padova, 2009; FIGÀ-TALAMANCA e NOVELLO, *Eccessivo squilibrio dell'indebitamento rispetto al patrimonio netto* e "situazione finanziaria della società nella quale sarebbe stato ragionevole un conferimento": uno studio empirico sui finanziamenti dei soci nelle s.r.l., in Riv. dir. soc., 2013, pp. 393 s.; PICCIAU e GHEZZI, *Il divieto di interlocking nel settore finanziario: spunti da un'analisi*

che beneficiano del regime derogatorio, e in particolare di quelle che hanno fatto ricorso all'*equity crowdfunding*. Le risultanze empiriche consentono, *da un lato*, di cercare di determinare se si giustifichi l'approccio del legislatore; *dall'altro lato*, di osservare se e come alcune delle questioni dibattute in letteratura trovino una soluzione a livello pratico-operativo: elemento che – nell'ottica di un'interpretazione orientata alle conseguenze – può indirizzare gli sviluppi del relativo dibattito scientifico. In particolare, è utile anticipare che le principali risultanze quantitative paiono indicare una perdurante adesione, da parte del modello reale della s.r.l. *crowdfunded*, a un assetto partecipativo tendenzialmente “chiuso”, soprattutto nella parte in cui l'autonomia statutaria, pur sfruttando le opportunità offerte in punto di accesso a canali digitali di finanziamento e di articolazione del contenuto partecipativo mediante l'emissione di categorie di quote (soprattutto: prive del diritto di voto: v. par. 6), non ha finora fatto uso dell'ulteriore facoltà rappresentata dalla standardizzazione quantitativa delle partecipazioni (v. par. 5). Di tal che, la partecipazione al capitale sociale si mostra ispirata a una logica prevalentemente selettiva e personalistica, piuttosto che a un'apertura generalizzata al mercato che si accompagnerebbe all'avvicinamento al modello azionario prospettato da parte della dottrina.

Nella specie, le considerazioni che seguono sono basate su un *dataset* originale, costruito con i dati raccolti mediante la disamina degli atti costitutivi-statuti (nonché di altra documentazione societaria), relativo a un campione rappresentativo delle s.r.l. che hanno effettuato (almeno) una campagna di *crowdfunding*¹⁴. Prima di descrivere il metodo di individuazione della

empirica sui principali 25 gruppi bancari italiani, in *Riv. soc.*, 2020, p. 1659 ss. Per un'analisi empirica di varie tematiche di *governance* delle società quotate, v. l'annuale *Rapporto FIN-GOV sulla corporate governance in Italia*, a cura di BELCREDI e BOZZI; BELCREDI e BOZZI, *Lista del CdA e legge capitali: un'analisi quantitativa*, Centro FIN-GOV, 2024; BELCREDI, RIGAMONTI e SIGNORI, *10 anni di azioni a voto maggiorato in Italia: un'analisi quantitativa*, Centro FIN-GOV, 2025.

¹⁴ Il presente studio si differenzia rispetto all'annuale *Report italiano sul CrowdInvesting* del Politecnico di Milano School of Management (Osservatori Entrepreneurship Finance & Innovation). Dal punto di vista dell'impostazione, anzitutto, mentre il citato *Report* mira a dare una panoramica sulla rilevanza economico-finanziaria del fenomeno dell'*investment crowdfunding* per intero, l'analisi empirica qui condotta è volta a testare il riscontro operativo – specificamente in punto di esercizio dell'autonomia statutaria – di specifiche problematiche giuridiche destinate dalla s.r.l. che ricorre all'*equity crowdfunding*. Ne consegue una notevole differenza quanto a popolazione analizzata: il menzionato *Report* riguarda non solo l'*equity crowdfunding* a prescindere dal tipo societario della società offerente (incluso quindi le s.p.a.), ma altresì il *lending crowdfunding* (anche in questo caso, senza distinzioni in ordine al tipo societario); per queste ragioni, il *dataset* su cui si basano le considerazioni svolte nel prosieguo contiene informazioni di maggiore dettaglio in ordine al contenuto delle clausole statutarie delle s.r.l. analizzate. Per un'analisi approfondita dei risvolti regolatori dei dati contenuti nel 4° *Report* (2019), v. MOZZARELLI, *L'equity crowdfunding in Italia. Dati empirici, rischi e strategie*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2019, I, p. 654 ss.

popolazione e di formazione del campione (v. par. 3), si devono illustrare le ragioni della scelta, all'interno della rosa di regimi derogatori rispetto a quello codicistico, di quello specifico del *crowdfunding*: scelta, che si giustifica sotto più profili.

In primo luogo, dal punto di vista sistematico, l'offerta di quote mediante *crowdfunding* è stata da molti assimilata all'offerta al pubblico di azioni (o comunque di strumenti finanziari)¹⁵, che rappresenta l'elemento di maggiore dissonanza rispetto ai connotati codicistici della s.r.l. Benché siffatta conclusione non appaia corretta, con la conseguenza che sembra per lo meno impreciso qualificare come «aperta» la s.r.l. che ricorra all'*equity crowdfunding*, per le ragioni rappresentate da parte della dottrina¹⁶, non si può comunque negare che il fenomeno in questione sia per molti aspetti diverso dalla tipologia empirica di s.r.l. (e della relativa compagine sociale) preso quale riferimento dal legislatore del 2003, in maniera maggiore di quanto non possa dirsi per la s.r.l.-PMI che, pur sfruttando i margini riconosciuti dall'art. 26 d.l. n. 179/12 (emissione di categorie di quote), non ricorre a tali canali «alternativi» di raccolta di capitali di rischio. Si tratta cioè di un caso limite, con riferimento al quale è lecito ipotizzare – sulla base dell'assunto implicito al quadro normativo vigente – che l'autonomia statutaria venga sfruttata in maniera particolarmente incisiva, per adeguare la struttura finanziaria e organizzativa risultante dalla disciplina codicistica alle peculiarità della fattispecie. Ciò rende peraltro necessario sin d'ora precisare, dal punto di vista terminologico, che con il termine *crowdfunding* ci si riferisce, nel prosieguo, soltanto all'*investment-based equity crowdfunding*¹⁷, *da un lato*; e, *dall'altro lato*, che per «offerta al pubblico di quote di s.r.l.» si intende qui soltanto l'offerta di quote di s.r.l. italiane mediante portali di *crowdfunding* – la quale, per lo meno prima dell'entrata in vigore dell'art. 3 l. n. 21/24 – non poteva configurare in ogni caso un'offerta al pubblico di «titoli»¹⁸.

¹⁵ V. *supra*, nt. 11.

¹⁶ SPOLAORE, *S.r.l.*, cit., p. 80 ss.; ID., *La partecipazione*, cit., p. 187 ss.; e v. M. CIAN, *Il tipo*, cit., p. 307; GINEVRA, *Le società di capitali "aperte" tra codice civile e tuf*, in *Governance e mercati. Studi in onore di Paolo Montalenti*, Torino, 2022, p. 487 s.; cfr. anche COLONNELLO, IANNACCONE, MOLLO, e ONZA, *Piccole e medie imprese e finanziamento del progetto imprenditoriale: una ricerca per un nuovo tipo di emittente*, in *Quaderni giuridici Consob*, 24.6.2022, p. 49 s.; MALBERTI, *La nozione di PMI costituita in forma di società a responsabilità limitata*, in *ODC*, 2021, p. 1240 s.; RINALDO, *La multiformità della s.r.l.*, in *Riv. soc.*, 2020, p. 1529 s.

¹⁷ Non rientrano, invece, nel perimetro analizzato le s.r.l. che hanno lanciato offerte mediante *crowdfunding* di titoli di debito (ovvero campagne di *peer-to-peer lending*; né tanto meno le forme di *crowdfunding* c.d. *donation- o reward-based*), in quanto è ragionevole assumere che tale circostanza non abbia particolari ricadute sulla struttura organizzativa dell'ente.

¹⁸ In ragione del rilievo per cui le quote di s.r.l. «tradizionali» (= non dematerializzate),

In secondo luogo, sono coerenti rispetto alle motivazioni di carattere teorico-sistematico le esigenze proprie di un'analisi quantitativa, *i.e.* quella di poter analizzare un *dataset* rappresentativo di una certa popolazione¹⁹ con riferimento alla quale si intendano inferire considerazioni che aspirano a essere valide per l'intera popolazione. Le s.r.l. che hanno effettuato campagne di *crowdfunding* rappresentano una popolazione²⁰ identificabile in maniera chiara²¹, sulla base di informazioni per lo più pubblicamente disponibili²², di soggetti accomunati da almeno un elemento (l'aver svolto una campagna di *crowdfunding*); peraltro, nel momento in cui il presente studio è stato avviato, si trattava dell'unica sottopopolazione di s.r.l.(-PMI) che poteva offrire le proprie quote "al pubblico" rispondente a siffatte caratteristiche, posto che non era ancora prevista la possibilità per le s.r.l.-PMI di emettere quote in forma dematerializzata²³.

Per contro, la vastità e l'eterogeneità della più ampia popolazione delle s.r.l.-PMI costituiscono un serio ostacolo per l'analisi empirica. Se si volesse analizzare l'intera popolazione delle s.r.l.-PMI, infatti, sarebbe assai complesso – in teoria e in pratica – creare un campione rappresentativo, visto che, secondo le stime disponibili, esse corrispondono alla quasi totalità delle s.r.l. esistenti²⁴; d'altro canto, nemmeno sarebbe corretto procedere a una

non sono titoli di credito e, quindi, nemmeno valori mobiliari (strumenti finanziari; pur essendo prodotti finanziari): M. CIAN, *Il tipo*, cit., p. 308; DI CIOMMO, *Tra tokenizzazione e dematerializzazione della quota di partecipazione: l'apertura del capitale e la possibile crisi della S.r.l.*, in *Riv. dir. banc.*, 2024, p. 221 ss.; GINEVRA, *Le sedi e le operazioni di mercato. La disciplina degli emittenti*, in M. CIAN (a cura di), *Diritto commerciale*, IV, Torino, 2024, p. 291, testo e nt. 54; ID., *Le società di capitali*, cit., p. 488, nt. 56; per ulteriori riferimenti, anche alla tesi contraria, cfr. SPOLAORE, *S.r.l.*, cit., p. 70, nt. 122, cui *adde* SERAFIN, *Dematerializzazione e tokenizzazione delle quote di s.r.l.: quali sviluppi di un mercato secondario?*, in *Banca impr. soc.*, 2023, p. 636 ss.; con riguardo alla dematerializzazione, LENER, *Dematerializzazione*, cit., p. 828 ss.

¹⁹ Nella metodologia dell'analisi statistica, per "popolazione" si intende l'insieme completo delle unità (persone, imprese, eventi, etc.) che presentano le caratteristiche oggetto di studio e rispetto alle quali si intende formulare delle conclusioni, mentre per "campione" si intende un sottoinsieme della popolazione, selezionato secondo determinati criteri (su cui v., *ultra*, par. 3.2.), che viene osservato al fine di trarre inferenze valide per l'intera popolazione: FINKELSTEIN, *Basic Concepts of Probability and Statistics in the Law*, Berlino, 2009, p. 95 ss.

²⁰ Che, rispetto alle s.r.l.-PMI e alle s.r.l. in generale, costituisce una "sottopopolazione".

²¹ Non essendovi incertezze sul fatto che una data società abbia o meno deciso di promuovere una campagna di *crowdfunding*, per quanto il censimento della popolazione richieda una serie di passaggi, descritti *sub* par. 3.

²² Oltre al registro delle imprese, si tratta delle evidenze reperibili sulle piattaforme di *crowdfunding*: v., *ultra*, par. 3.1.

²³ Per riferimenti sulla dematerializzazione delle quote di s.r.l. v., *ultra*, par. 5.1., nt. 79-82.

²⁴ Come noto, le s.r.l. PMI ammonterebbero a circa il 98% delle s.r.l. (v. DI NARDO, DE LUCA, LUCIDO, e SCARDOCCI, *Osservatorio sui bilanci delle srl. Trend 2017-2019*, CNDEC-Fondazione nazionale dei commercialisti, 28 dicembre 2020, p. 3), il che significa quasi un milione di unità.

selezione del tutto randomizzata all'interno della popolazione s.r.l.-PMI, perché il campione non avrebbe carattere di rappresentatività, vista la menzionata eterogeneità della popolazione, senza contare poi che verrebbero così (inutilmente) analizzati statuti di s.r.l. risalenti a date anteriori all'entrata in vigore del d.l. n. 179/12. Inoltre, un'analisi dell'intera popolazione delle s.r.l.-PMI dovrebbe per forza basarsi su un campione che, per ragioni pratico-operative²⁵, ammonterebbe, in termini percentuali, a un ordine di grandezza estremamente ridotto (di certo ben inferiore all'1%²⁶). L'entità molto più contenuta della popolazione delle s.r.l. che hanno fatto ricorso al *crowdfunding* consente, invece, di esaminare un campione proporzionalmente molto più consistente e, così, di ottenere risultati più affidabili.

2. *Struttura dell'esposizione.*

L'articolo è organizzato come segue. Il successivo par. 3 è dedicato all'illustrazione degli aspetti metodologici relativi all'individuazione della popolazione rilevante e alla costruzione del campione (parr. 3.1. e 3.2.) e, poi, all'esposizione delle generali caratteristiche del campione per come risultanti dai dati raccolti (par. 3.3). Si passa dunque alla trattazione delle principali questioni sollevate dall'offerta di quote di s.r.l. mediante *crowdfunding* e della loro possibile soluzione in via statutaria. Al fine di poter meglio evidenziare la significatività delle risultanze concrete rispetto ad alcuni dei profili dibattuti in dottrina, per ciascuna delle tematiche affrontate viene ricostruito il rispettivo stato dell'arte in letteratura, prima di esporre e discutere i principali dati, in maniera partita per le singole tematiche. Pertanto, sono esaminate, secondo tale ordine espositivo interno: il rapporto tra l'offerta di quote di s.r.l. mediante portali di *crowdfunding* e l'emissione di categorie di quote (par. 4), la standardizzazione delle (categorie di) quote (par. 5), il contenuto delle categorie di quote emesse (par. 6), e in particolare le categorie prive del diritto di voto, le categorie munite di privilegi patrimoniali, e le categorie prive del diritto di controllo individuale. Il par. 7 riassume le principali conclusioni.

3. *La popolazione, la costruzione del campione e la sua composizione.*

²⁵ La raccolta dei dati alla base del presente scritto, infatti, richiede un esame individuale del testo della documentazione rilevante, il quale presuppone l'attività umana, non essendo possibile (o comunque, ad oggi, estremamente complesso) affidare tale attività a sistemi di c.d. *machine learning*: sia perché, ad es., buona parte della documentazione non è disponibile in formati che consentono la ricerca testuale sia (e soprattutto) in quanto le formulazioni delle clausole contengono spesso ambiguità che non possono essere risolte da simili sistemi.

²⁶ Tenendo conto che le s.r.l.-PMI si avvicinano, come detto, al milione di unità.

3.1. *L'individuazione e il censimento della popolazione.*

La popolazione presa in considerazione corrisponde alle s.r.l. che hanno effettuato (almeno) una campagna di *crowdfunding* a partire dall'entrata in vigore dell'art. 100-ter t.u.f. (ottobre 2012) – momento in cui è stata introdotta tale facoltà – fino al 31 dicembre 2023²⁷. Considerato che non esiste un elenco ufficiale (e nemmeno ufficioso) né delle predette società né delle campagne lanciate²⁸, si è reso in primo luogo necessario censire la popolazione rilevante mediante il seguente procedimento.

Sono state rilevate le piattaforme autorizzate da Consob prima del 10 novembre 2023 – ultimo giorno del regime transitorio consentito dal reg. UE 2020/1503²⁹ –, allora elencate sul sito web di Consob³⁰. Si è quindi provveduto a stilare, estraendo dai siti web di ciascuna di tali piattaforme le ragioni sociali delle società offerenti (considerando le campagne concluse e in corso), un elenco delle s.r.l. che sono ricorse al *crowdfunding* fino a tale data. È stato necessario escludere alcune piattaforme, in taluni casi perché l'accesso alle stesse presupponeva una registrazione “avanzata” (che richiedeva, al fine della profilazione dell'utente, l'inserimento di dati personali riservati da parte del compilatore)³¹; in altri casi perché il relativo sito (o la procedura di registrazione) risultava non funzionanti³²; in un caso, sulla piattaforma non figuravano campagne lanciate da s.r.l.³³.

Successivamente, sono state prese in considerazione le piattaforme autorizzate in forza del Regolamento ECSP, risultanti dunque dal registro ESMA alla data del 31 dicembre 2023: tanto quelle italiane, quanto quelle di diritto estero ma che dichiara(va)no di operare in Italia in regime transfrontaliero. Sulla base delle informazioni disponibili sul sito di ciascuna

²⁷ Che era la data più recente a disposizione al momento dell'avvio del progetto di ricerca.

²⁸ A differenza, per esempio, dell'elenco delle società quotate disponibile sul sito di Consob, così come dell'elenco degli emittenti diffusi (fino alla legge capitali), e dell'elenco prospetti. Si precisa che, qualora una società abbia condotto più di una campagna, è stata presa in considerazione ai fini dell'analisi la campagna più risalente.

²⁹ Il reg. UE 2020/1503 del 7 ottobre 2020, relativo ai fornitori europei di servizi di *crowdfunding* per le imprese, in *GUUE* L347 del 20 ottobre 2020 (c.d. regolamento ECSP) costituisce uno strumento di armonizzazione massima che introduce un regime autorizzatorio sovranazionale, il quale ha imposto ai legislatori nazionali di adeguare le eventuali normative previgenti (in argomento, SPOLAORE, *Il regime del crowdfunding tra fonti europee e nazionali*, in questa *Rivista*, 2024, p. 395); il regolamento prevedeva un regime transitorio durante il quale le piattaforme autorizzate secondo il preesistente diritto nazionale potevano continuare a operare (art. 48).

³⁰ Di cui gli A. conservano copia datata, non essendo più reperibile sul sito Consob.

³¹ Clubdeal, Doorway, Pariter Equity e Rendimento Etico.

³² Partners in Crowd, Agricrowd ed Exre; tali ultime due piattaforme erano in origine funzionanti, ma non vi figuravano campagne, e risultavano in un secondo momento *offline*.

³³ Baldifinance.

delle piattaforme italiane già in precedenza autorizzate da Consob, è stato integrato il menzionato elenco con le s.r.l. che hanno condotto campagne dall'11 novembre al 31 dicembre 2023; per i portali non precedentemente autorizzati da Consob, l'elenco delle s.r.l. *crowdfunded* è stato completato aggiungendo le s.r.l. che hanno offerto quote mediante *crowdfunding* dalla data di autorizzazione al 31 dicembre 2023. È stato poi verificato se (alla medesima data) figurassero s.r.l. italiane che avessero svolto *crowdfunding* su piattaforme straniere che dichiarano di operare in Italia in regime di operatività transfrontaliera; tale controllo ha dato esito negativo. È stato necessario escludere anche talune delle piattaforme autorizzate dopo l'entrata in vigore del regolamento ECSP, o perché richiedevano una registrazione "avanzata" (che comportava, al fine della profilazione dell'utente, l'inserimento di dati personali riservati da parte del compilatore)³⁴, o perché trattavasi di piattaforme unicamente di *lending crowdfunding*³⁵.

Sulla base di questo procedimento, sono state censite n. 768 società.

Si deve incidentalmente sottolineare la significatività di tale risultanza, in quanto testimonia che, nel corso di quasi un decennio, le s.r.l. che hanno effettivamente sfruttato l'opportunità di cui all'art. 100-ter t.u.f. sono una percentuale pressoché infinitesimale rispetto al totale delle s.r.l.(-PMI).

3.2. I criteri di formazione del campione rappresentativo.

Per consentire la creazione di un campione rappresentativo della popolazione si è adottato un criterio di selezione randomizzato ma c.d. stratificato³⁶, previa raccolta di un *set* informativo di base per ciascuna s.r.l. censita. Gli "strati" (in inglese c.d. *bucket*, cioè i sottogruppi della popolazione rilevante), all'interno dei quali è stata operata una selezione randomizzata, sono stati individuati in base a quattro variabili:

(i) il portale (piattaforma) sul quale è stata condotta la campagna: poiché la piattaforma di *crowdfunding* può incidere sulla redazione dello statuto – ad esempio suggerendo l'inserimento di certe (piuttosto che altre) clausole, sulla base delle pregresse esperienze – si è ritenuto opportuno evitare che le

³⁴ Crowdestate AS, Raizers SAS.

³⁵ Evenfi Fintech S.A.

³⁶ Una selezione randomizzata stratificata si ottiene suddividendo preliminarmente la popolazione in sottogruppi omogenei (= strati), rispetto a una o più caratteristiche rilevanti, e selezionando poi, all'interno di ciascuno strato, un certo numero di unità mediante estrazione casuale. Tale metodo consente di garantire che tutti gli strati (caratteristiche) della popolazione siano rappresentati nel campione in proporzione stabilita e, pertanto, una affidabilità dei risultati significativamente maggiore, in quanto riduce il rischio, immanente a una selezione totalmente randomizzata, che facciano parte del campione soggetti della popolazione accomunati dalle medesime caratteristiche in misura maggiore della loro incidenza sulla popolazione totale (FINKELSTEIN, *op. cit.*, p. 101 ss.).

s.r.l. riconducibili a un certo (piuttosto che a un altro) portale risultassero sovra- o sotto-rappresentate. Le s.r.l. sono state pertanto suddivise in cinque strati: quattro corrispondenti ai portali di maggior rilievo e uno comprendente i restanti³⁷;

(ii) la data di costituzione della società: si è ipotizzato che l'esercizio dell'autonomia statutaria possa variare in funzione dell'"età" dell'ente, tenendo conto del fatto che il legislatore ha progressivamente ampliato il perimetro soggettivo delle s.r.l. che possono accedere al regime derogatorio del c.c. Sono stati così individuati quattro strati, corrispondenti all'entrata in vigore dei provvedimenti che hanno riguardato l'autonomia statutaria delle s.r.l., e dunque: 1949-20 gennaio 2015³⁸, 21 gennaio 2015³⁹ -23 aprile 2017; 24 aprile 2017⁴⁰ -7 aprile 2023; 8 aprile 2023⁴¹ -31 dicembre 2023;

(iii) l'esito della campagna: per valutare un'eventuale correlazione tra contenuti statutari e successo (o insuccesso) della raccolta, sono stati creati due strati, l'uno corrispondente al "successo" – e l'altro all'"insuccesso" – della campagna;

(iv) attinenza o meno della campagna al settore immobiliare: considerata la rilevanza individuale di tale comparto nelle campagne di *equity crowdfunding*, secondo le risultanze empiriche pregresse⁴² e la possibile presenza di clausole *ad hoc*, sono stati creati due strati, corrispondenti all'attinenza o meno al settore.

Le informazioni relative al portale (denominazione), all'esito della campagna (raggiungimento del "*target*" di raccolta prefissato) e all'attinenza al settore immobiliare sono state rilevate manualmente dai portali; la data di costituzione è stata acquisita dalla banca dati "AIDA"⁴³.

Sulla base di dette variabili, attraverso un *software* apposito (Stata) è stata effettuata la selezione casuale del 40% del campione, con lievi adattamenti dovuti ad arrotondamenti. Il campione finale è risultato composto da n. 304 società; l'analisi ha tuttavia riguardato n. 296 società, in quanto per

³⁷ Per tali informazioni, ci si è basati sui dati raccolti nell'8° *Report italiano sul CrowdInvesting*, Politecnico di Milano School of Management, 2023.

³⁸ Il 1949 è la data più risalente presente nella popolazione. È sembrato poco utile ipotizzare un gruppo *ad hoc* per il periodo anteriore al 2012, perché prima di tale data non c'era possibilità di offerta di quote di s.r.l. mediante *crowdfunding* e, quindi, le società costituite del d.l. n. 179/12 devono avere svolto la campagna successivamente all'entrata in vigore del medesimo.

³⁹ Entrata in vigore del d.l. n. 3/15.

⁴⁰ Entrata in vigore del d.l. n. 50/17.

⁴¹ Entrata in vigore del d.lgs. 30/23.

⁴² 8° *Report italiano sul CrowdInvesting*, Politecnico di Milano School of Management, 2023.

⁴³ Analisi Informatizzata delle Aziende Italiane, Bureau van Dick.

n. 7 società non è stato possibile reperire lo statuto e/o la delibera di aumento di capitale servente all'operazione e n. 1 società risultava già costituita come s.p.a.

3.3. La composizione del campione analizzato.

È di interesse riportare alcune informazioni sulle caratteristiche generali del campione esaminato. Dal punto di vista temporale, le campagne di *crowdfunding* mostrano una crescita significativa a partire dal 2017, con un picco nel 2021 (oltre 55 campagne), seguito da una leggera flessione nel 2022-2023 (grafico n. 1). Il fatto che negli anni dal 2012 al 2016 le campagne siano molto limitate è spiegabile sia con la novità del fenomeno, sia con il fatto che, fino al 2015, l'art. 100-ter, comma 1°, t.u.f. si riferiva soltanto alle *startup* innovative e non (ancora) alle s.r.l. in generale.

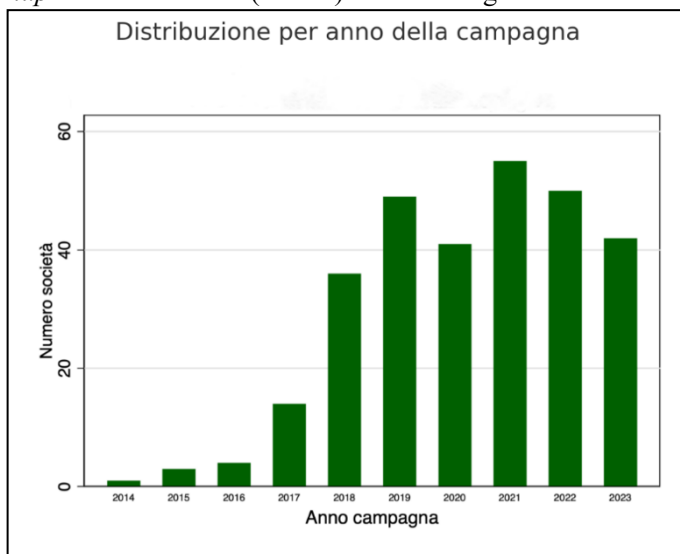


Grafico n. 1

L'età delle società al momento della campagna è contenuta: il 22% ha condotto la campagna entro un anno dalla costituzione, il 50% entro due anni e oltre l'80% entro cinque (nel grafico n. 2, per «frequenza assoluta» si intende il numero complessivo di società), dato che suggerisce come molte società siano state probabilmente costituite allo specifico scopo di svolgere la campagna. Sotto il profilo geografico, emerge la prevalenza della Lombardia (37,5%), con il Nord-Ovest che rappresenta oltre la metà del campione (54%), seguito da Nord-Est (26%) e Centro (18%).

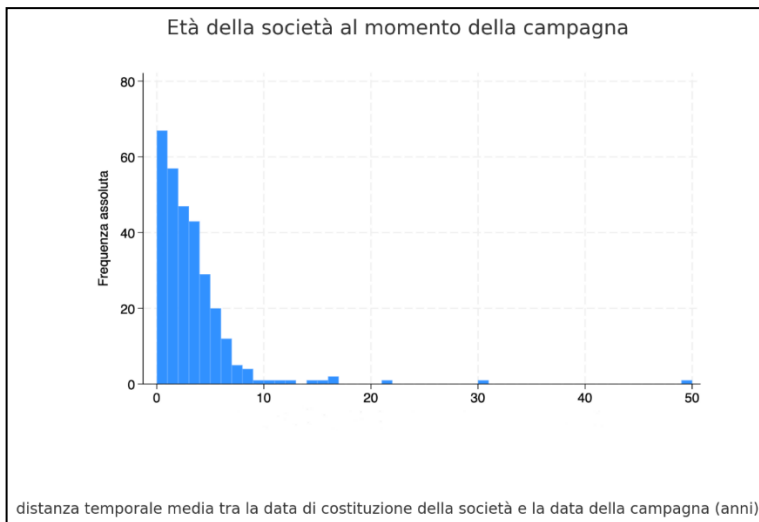


Grafico n. 2

Quanto alle qualifiche soggettive, circa due terzi delle società (67,6%) risulta(va)no iscritte al R.I. come *startup* innovative, mentre la qualifica di società *benefit* è presente nell'8,1% dei casi; sono marginali le imprese sociali e gli *spin-off* universitari (0,7% ciascuno). Relativamente ai settori imprenditoriali autodichiarati dalle società, si segnala come l'immobiliare ammonti al 13,85% del totale, mentre il FinTech sia praticamente assente (0,3%). Tali indicazioni sono confermate dalla rilevazione dei codici c.d. Ateco (grafico n. 3), da cui si evince che oltre il 30% del totale è rappresentato da attività connesse all'*information technology* (24,3% produzione di *software* e consulenza informatica, 6,8% servizi di informazione e altri servizi informatici). Degno di nota è che il 6,8% del totale sia impegnato in attività di ricerca scientifica e sviluppo: la percentuale di s.r.l. *crowdfunded* attive nella ricerca extra-universitaria è significativamente più alta di quella che si rinviene sul totale delle s.r.l. (dati Istat: 0,36%).

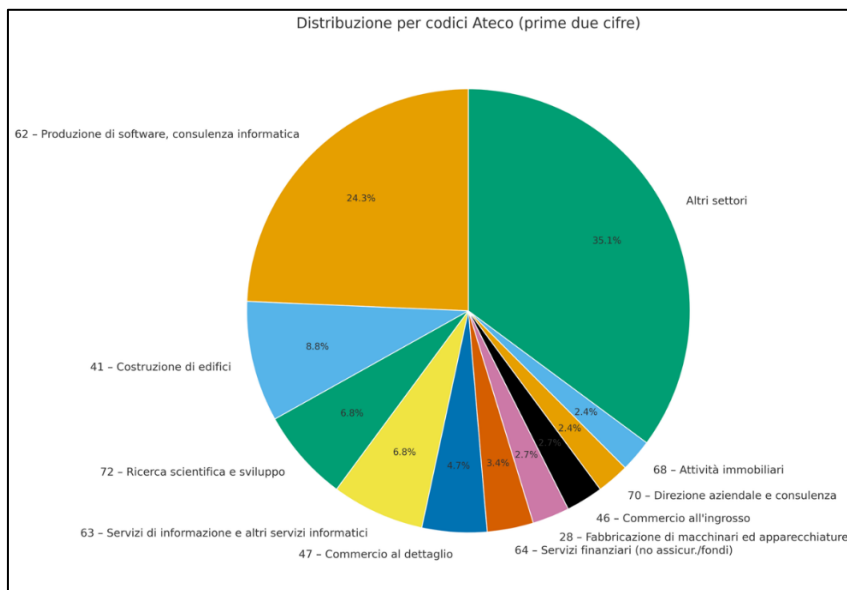


Grafico n. 3

Come atteso, la distribuzione delle operazioni per piattaforma è assai concentrata: oltre la metà delle campagne (58%) si è svolta su tre portali (Crowdfundme, Mamacrowd, e Bactowork), mentre le restanti sono distribuite tra una pluralità di portali, molti dei quali hanno ospitato un numero ridotto di campagne (≤ 15) (grafico n. 4).

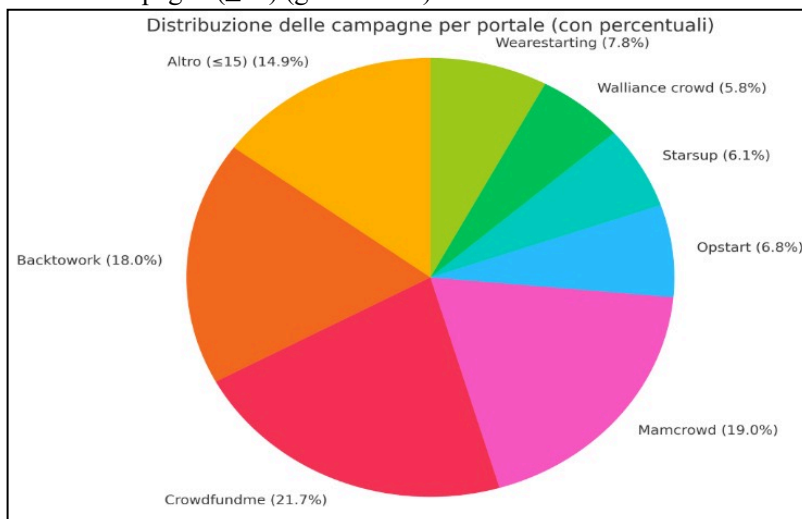


Grafico n. 4

Di rilievo è il dato, riportato in forma anonimizzata, relativo all'identità del notaio incaricato di rogare la delibera di aumento di capitale servente all'operazione di *crowdfunding* (grafico n. 5). La maggioranza relativa delle operazioni (42,9%) è uniformemente distribuita, atteso che ciascun atto di aumento di capitale sociale è stato rogato da un notaio diverso. Una porzione significativa (poco più del 30%) risulta, tuttavia, concentrata in capo a un numero ristretto di notai, ciascuno dei quali ricorre più volte, con picchi rispettivamente di n. 40 (13,5%), n. 22 (7,1%), n. 17 (5,7%), e n. 15 (5,1%) atti; il restante 25,7% è distribuito tra notai che hanno redatto da minimo n. 2 a massimo n. 5 atti. Ciò evidenzia l'emergere di una specializzazione notarile nelle operazioni di *crowdfunding* e la possibile influenza delle prassi (e preferenze) individuali dei singoli notai in ordine a determinate clausole statutarie. Si riscontra, peraltro, una certa corrispondenza tra talune piattaforme e determinati professionisti (grafico n. 6).

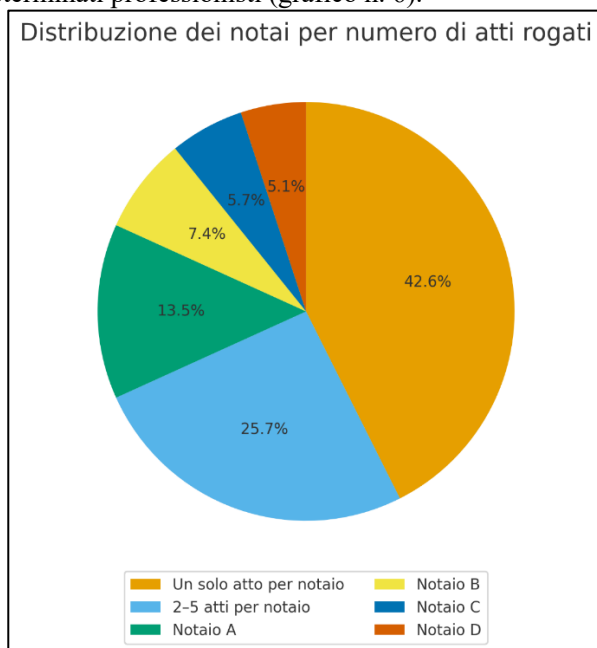


Grafico n. 5

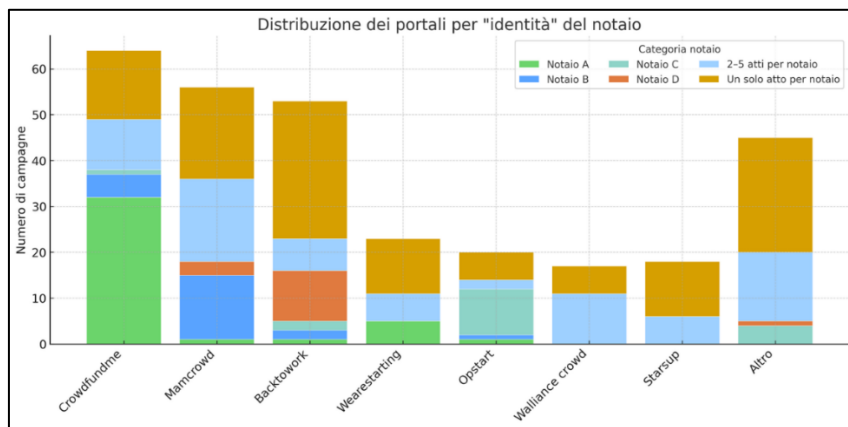


Grafico n. 6

Il successo delle campagne è generalmente elevato: l'83,9% ha raggiunto il *target* minimo di raccolta (di solito corrispondente a una parte inscindibile di aumento di capitale), e tra esse il 93,6% ha conseguito il c.d. *overfunding* (di solito corrispondente a una parte scindibile di aumento). Il taglio minimo medio dell'investimento ammonta a € 841,2 e il valore del capitale sottoscritto in piattaforma si attesta sotto i € 500.000 in circa il 70% dei casi; in circa il 10% dei casi si raggiungono valori superiori al milione di euro⁴⁴.

Dal punto di vista patrimoniale ed economico, i dati – benché parziali: presenti per poco meno del 65% del campione – indicano la struttura tipica di imprese in fase di avviamento. I valori di fatturato e patrimonio netto nell'esercizio successivo alla campagna, infatti, risultano rispettivamente inferiori a 1 milione di euro nel 78% circa dei casi osservati, sebbene non manchino alcuni *outlier* (con risultati superiori anche a € 5 milioni).

Dal punto di vista dell'entità della compagine sociale, il dato più affidabile è quello risultante da R.I., atteso che il numero dei soci dichiarato in piattaforma è reperibile soltanto nel 79% del campione. Va precisato però che il dato risultante a R.I. fotografa la situazione al 31 dicembre 2023, la quale potrebbe essere posteriore, anche di anni, rispetto alla data della campagna. Il numero di soci medio a R.I., esclusi gli eventuali intermediari che figurano come soci per conto altrui ai sensi dell'art. 100-ter, comma 2°, t.u.f., è pari a 86,63, ma con un'elevata dispersione⁴⁵. La distribuzione

⁴⁴ La raccolta totale ammonta, nel campione analizzato, a circa € 149 milioni.

⁴⁵ La c.d. deviazione standard ammonta a 135,84, il valore massimo a 900: la deviazione standard è una misura di dispersione che indica quanto i valori di una distribuzione si discostano, in media, dalla media aritmetica; se è elevata, significa che i valori osservati sono molto

risultante dai dati disponibili sul portale, riferiti al momento immediatamente successivo della campagna, è più normale (in media 73, deviazione standard 75,47) (grafico n. 7).

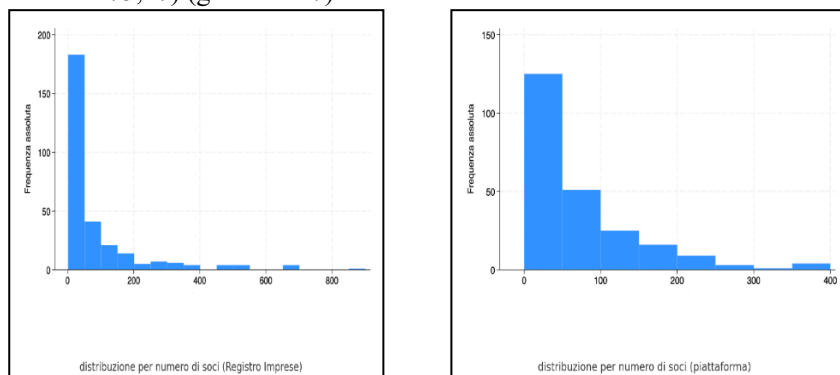


Grafico n. 7

La composizione proprietaria evidenzia una prevalenza di società a struttura proprietaria concentrata: il 50,9% presenta un socio titolare della maggioranza assoluta del capitale sociale (>50%+1), mentre nel 74,6% dei casi almeno un socio detiene oltre un terzo del capitale sociale.

4. Categorizzazione delle partecipazioni e operazioni di crowdfunding.

4.1. Il rapporto tra crowdfunding e creazione di categorie di quote.

A partire dal 2012, due distinti istituti sono stati introdotti nella disciplina della s.r.l.⁴⁶: da un lato, la possibilità, per tutte le s.r.l., di offrire “al pubblico” le proprie quote mediante *crowdfunding*, in deroga all’art. 2468, comma 1°, c.c.; dall’altro, la facoltà, attribuita alle s.r.l.-PMI, di «creare categorie di quote fornite di diritti diversi»⁴⁷ in deroga ai commi 2° e 3° del medesimo articolo.

In proposito, è opportuna una precisazione terminologica. L’ordinamento consente oggi espressamente (a seguito dell’introduzione della disciplina della dematerializzazione delle quote) alle s.r.l.-PMI non solo di “categorizzare” le quote – ossia di emettere categorie di partecipazioni con

dispersi rispetto alla media: poiché i dati sono più variabili e meno concentrati attorno al valore medio, la media stessa descrive con minore precisione il comportamento dell’intera popolazione o del campione.

⁴⁶ V. *supra*, par. 1.

⁴⁷ M. CIAN, *Dalla S.r.l. a base personalistica alle quote “finanziarie” e alla destinazione ai mercati: tante S.r.l.?*, in *St. Iuris*, 2019, p. 1421; SCIUTO, *Le quote di partecipazione*, in IBBA e MARASÀ (a cura di), *Le società*, cit., I, p. 535 s.; ABU AWWAD, *op. cit.*, p. 234.

diritti eterogenei, pur nel rispetto del principio codicistico dell'unità della quota e, con essa, della diversità del relativo valore nominale – ma anche di “standardizzarle”, vale a dire di conformarle al criterio di uguaglianza del valore nominale, in maniera simile a quanto avviene per le azioni. La possibilità di creare quote standardizzate nella s.r.l., tuttavia, è (stata a lungo) dibattuta, tanto in generale quanto in rapporto alla configurazione delle categorie⁴⁸, tanto che parte della dottrina usa il termine «categorie di quote» per indicare sia partecipazioni con diritti identici ma valore nominale differente (categorie “non standardizzate”), sia partecipazioni omogenee anche nel valore nominale (categorie “standardizzate”). Ai fini del presente lavoro, si intende per “categorizzazione” l'emissione di categorie di quote in senso ampio, indipendentemente dalla loro standardizzazione, mentre per “standardizzazione” la creazione di categorie omogenee anche nel valore nominale, quale *species* della categorizzazione (fermo restando che la standardizzazione può riferirsi anche al frazionamento in parti uguali dell'intero capitale sociale di s.r.l., senza l'emissione di categorie, dalla discussa liceità: v., *ultra*, par. 5).

Ciò chiarito, è utile muovere dal rapporto teorico tra l'offerta “al pubblico” di quote su portali di *crowdfunding* e l'emissione di categorie di quote, onde accertare se esso assuma carattere di funzionalità necessaria ovvero potenziale⁴⁹. La risposta a tale quesito è determinante per valutare, anche empiricamente, se e in che misura le s.r.l. che promuovono campagne di *equity crowdfunding* ricorrano alla categorizzazione delle partecipazioni.

Qualora si ritenesse che l'offerta di quote di s.r.l. mediante *crowdfunding* e la categorizzazione siano fenomeni necessariamente connessi, ne deriverebbe, per le società intenzionate ad accedere a tale canale, l'obbligo di emettere – e offrire in sottoscrizione – categorie di quote, eventualmente standardizzate⁵⁰. In termini invertiti, la creazione di categorie di quote assumerebbe sempre carattere strumentale a operazioni di *crowdfunding*, e sarebbe quindi legittima solo se finalizzata al collocamento delle partecipazioni presso il “pubblico” tramite portali autorizzati. Diversamente, qualora si ammettesse una strumentalità solo potenziale, l'avvio di campagne di *crowdfunding* risulterebbe ammissibile anche senza emissione di categorie di quote, potendosi legittimamente offrire quote ordinarie rette dal regime codicistico tradizionale, ferma restando la facoltà di optare per la categorizzazione. Ne deriverebbe che la categorizzazione non è elemento né

⁴⁸ Tale dibattito è ricostruito più in dettaglio nel successivo par. 5.1.

⁴⁹ Che una relazione quantomeno di funzionalità tra *crowdfunding* e standardizzazione vada riconosciuta sembra infatti incontestabile.

⁵⁰ In questo senso, v. CUSA, *op. cit.*, p. 688.

indefettibile né esclusivo del *crowdfunding*, potendo essere adottata autonomamente da esso come tecnica di diversificazione del contenuto partecipativo, accanto alle altre forme previste dall'art. 2468, comma 3°, c.c.⁵¹, tra le quali secondo alcuni rientrano, oltre all'attribuzione di diritti particolari a singoli soci, le c.d. quote speciali (ossia la previsione statutaria di diritti "diversi" ancorati a una singola partecipazione)⁵² e i diritti particolari "di categoria" (*per relationem*), attribuiti a gruppi di soci sulla base di criteri predefiniti in via astratta e, dunque, suscettibili di valere per più partecipazioni⁵³.

Da un punto di vista storico, l'introduzione, per le s.r.l. – originariamente purché *startup* innovative –, della facoltà di offrire "al pubblico" le proprie quote e di creare categorie di quote «fornite di diritti diversi» trova origine comune nel d.l. n. 179/12⁵⁴, che ha introdotto anche l'altro "tassello" che disciplina il *crowdfunding*, vale a dire l'art. 100-ter t.u.f. Le successive modifiche – dapprima, con il d.l. n. 3/15⁵⁵ e poi con il d.lgs. n. 129/17 – hanno progressivamente esteso siffatte facoltà, prima alle PMI innovative e poi a tutte le s.r.l.-PMI, di modo tale che l'ampliamento (e, dal 2017, la stabilizzazione)⁵⁶ delle opportunità riconosciute alle s.r.l. di accedere a canali

⁵¹ Per questa espressione SPERANZIN, *S.r.l. piccole-medie imprese tra autonomia statutaria e ibridazione dei tipi (con particolare riferimento alle partecipazioni prive del diritto di voto)*, in *Riv. soc.*, 2018, p. 353; nello stesso senso, M. CIAN, *Dalla S.r.l. a base personalistica alle quote "finanziarie" e alla destinazione ai mercati: tante S.r.l.?*, cit., 2019, p. 1425; SCIUTO, *op. cit.*, p. 539; diversamente ABU AWWAD, *op. cit.*, p. 251, secondo cui l'accostamento tra la funzione delle categorie di quote e quella dei diritti particolari, quali strumenti di arricchimento delle partecipazioni sociali, sarebbe «condivisibile in un'ottica meramente descrittiva».

⁵² BLANDINI, *Categorie di quote, categorie di soci*, Milano, 2009, p. 191 ss.; M. CIAN, *La s.r.l.: la struttura finanziaria*, in *Diritto commerciale*, a cura di M. CIAN, III, Torino, 2024, p. 728; DACCÒ, *I diritti particolari*, cit., p. 401 s.; LIMATOLA, *Passaggi generazionali e posizioni di governo nella s.r.l.*, Torino, 2018, p. 224 ss.; NOTARI, *Diritti particolari*, cit., p. 332 ss.; PALMIERI, *Principio di proporzionalità, diritti particolari dei soci e autonomia statutaria nella s.r.l.*, in *Riv. soc.*, 2012, p. 903 ss.; SPERANZIN, *S.r.l. piccole-medie*, cit., p. 353; MAUGERI, *Quali diritti particolari per il socio di società a responsabilità limitata?*, in *Riv. soc.*, 2004, p. 1494, soltanto con riferimento ai diritti patrimoniali; TRICOLI, *Sull'ammissibilità di quote di s.r.l. dotate di particolari diritti*, in *Riv. dir. comm.*, 2005, I, p. 1047 ss.; prima della riforma del 2003, cfr. MIGNOLI, *Le assemblee speciali*, Milano, 1960, p. 348 ss.; RIVOLTA, *La società*, cit., p. 160 s.

⁵³ BLANDINI, *op. cit.*, p. 203 ss.; SANTAGATA, *I diritti particolari dei soci*, in *S.r.l. Commentario dedicato a G.B. Portale*, cit., n. 4, p. 286; RIVOLTA, *Società*, cit., p. 15; Consiglio Notarile di Milano, Commissione Società, massima n. 171/2018, *Nozione di categorie di quote di s.r.l. PMI (art. 26, comma 2, d.l. 179/2012; art. 2468 c.c.; 2348 c.c.)*; cfr., anche, BIANCHI e FELLER, *op. cit.*, p. 334; contraria alla possibilità di configurare "ibridi" tra categorie di quote e diritti particolari ABU AWWAD, *op. cit.*, p. 250 ss.

⁵⁴ Convertito in l. 17 dicembre 2012, n. 221.

⁵⁵ Convertito in l. 24 marzo 2015, n. 33.

⁵⁶ In quanto, mentre la *startup* innovativa si caratterizza come «società di diritto speciale a scadenza», la PMI (anche innovativa) è invece una società «potenzialmente, a vita» (sia pure

alternativi di finanziamento si accompagnasse alla speculare espansione della facoltà di articolare la partecipazione sociale mediante categorie di quote.

Tale parallelismo si è interrotto, tuttavia, con il d.lgs. n. 30/23, attuativo del Regolamento ECSP, che ha esteso l'offerta di quote su portali autorizzati a tutte le s.r.l., ma ha lasciato immutato l'art. 26 d.l. n. 179/16, continuando a riservare la facoltà di emettere categorie di quote alle sole s.r.l.-PMI⁵⁷. Ciò solleva interrogativi sia sull'opportunità di precludere detta facoltà alla "grande" s.r.l.⁵⁸ che intenda ricorrere al *crowdfunding*⁵⁹, sia sulla sorte delle categorie già emesse da una s.r.l.-PMI che, in un secondo momento, perda i requisiti per mantenere una simile qualifica⁶⁰.

Sotto il profilo storico-evolutivo emerge, dunque, un rapporto almeno funzionale tra i due istituti⁶¹, come suggerito dalla loro contestuale introduzione, dalla comune collocazione sistematica all'interno del d.l. n. 179/16, nonché dal successivo parallelismo degli interventi normativi fino al 2023. Non di meno, l'assenza di un vincolo normativo di strumentalità necessaria⁶²

connotata da precarietà, poiché la qualifica di PMI dipende dal mantenimento di determinati requisiti dimensionali; sul punto, v. anche, *infra*, nt. 60): M. CIAN, *Società start-up innovative e PMI innovative*, in *Giur. comm.*, 2015, I, p. 970, 980 s.; sul punto, v. anche FREGONARA, *L'equity based crowdfunding: un nuovo modello di finanziamento per le startup innovative*, in *Giur. it.*, 2016, p. 2294; MALTONI e SPADA, *L'impresa start-up innovativa costituita in società a responsabilità limitata*, in *Riv. not.*, 2013, pp. 582, 587.

Va segnalato che l'art. 25, comma 2°-bis, d.l. n. 179/12, introdotto dalla legge 16 dicembre 2024, n. 193, prevede la possibilità di estendere il periodo di durata (per il quinquennio successivo alla conclusione del terzo anno) della qualifica di *start-up* innovativa a condizione che venga costituita «una riserva patrimoniale superiore a 50.000 euro, attraverso [...] attraverso un *equity crowdfunding* svolto tramite piattaforma autorizzata, e incremento al 20 per cento della percentuale delle spese di ricerca e sviluppo».

⁵⁷ V. CORSO e LAUDONIO, *op. cit.*, p. 139; BRIZZI, *La dematerializzazione*, cit., p. 802 s.; M. CIAN, *Le quote dematerializzate*, cit., p. 295; FREGONARA, *La dematerializzazione*, cit., p. 763.

⁵⁸ Così, tra gli altri, M. CIAN, *S.r.l. PMI*, cit., p. 820, facendo riferimento al modello della s.r.l. codicistica, in contrapposizione a quello della s.r.l.-PMI; CAMPOBASSO, *La società a responsabilità limitata*, cit., p. 26; BRIZZI, *La dematerializzazione*, cit., p. 802; CORSO e LAUDONIO, *op. cit.*, p. 123.

⁵⁹ Va tenuto presente, comunque, che il concreto impatto dell'estensione operata nel 2023 (possibilità di accedere al *crowdfunding*, ma non di emettere categorie di quote, a tutte le s.r.l.) è contenuto in termini di numero di s.r.l. coinvolte, poiché la maggioranza delle s.r.l. rientra nella nozione di PMI (sopra, nt. 24).

⁶⁰ Anche tenuto conto della circostanza che, come osserva M. CIAN, *Dalla S.r.l. a base personalistica*, cit., p. 1422, la qualifica di una s.r.l. come PMI si fonda su un presupposto «precarico», in quanto suscettibile di modificazioni nel tempo; ID., *Il tipo s.r.l.*, cit., p. 300. Con riferimento alla sorte delle quote standardizzate emesse da una s.r.l. che, pur qualificatasi inizialmente come PMI, abbia successivamente perso tale requisito divenendo "grande", v. BRIZZI, *La dematerializzazione*, cit., p. 803; LENER, *Dematerializzazione*, cit., p. 833; v., anche, CORSO e LAUDONIO, *op. cit.*, p. 139.

⁶¹ Così anche M. CIAN, *S.r.l. PMI*, cit., p. 833; cfr., pure, MIOTTO, *op. cit.*, p. 832 s.

⁶² SCIUTO, *op. cit.*, pp. 540, 544; SERAFIN, *op. cit.*, p. 634 s.; LIMATOLA, *op. cit.*, p. 236

e la sopravvenuta divergenza dei rispettivi ambiti applicativi, inducono a ritenere che *crowdfunding* e categorizzazione possano operare anche autonomamente: consentendo, *da un lato*, di condurre campagne di raccolta *online* anche senza il ricorso alle categorie di quote e, *dall'altro*, di creare categorie anche per finalità ulteriori al *crowdfunding*.

Analoghe considerazioni valgono sul piano sistematico. L'introduzione del *crowdfunding* e della categorizzazione risponde, infatti, a una *ratio* comune: ampliare le possibilità di accesso al capitale per imprese "chiuse" o "private" – di norma di piccole dimensioni – quali *startup* e PMI, tradizionalmente dipendenti dal credito bancario⁶³. Il coinvolgimento della s.r.l. in tale processo, tuttavia, è solo indiretto, nella misura in cui la maggior parte delle società che si qualificano come *startup* o PMI assume questa veste tipologica⁶⁴; inoltre, la facoltà di emettere categorie di quote risulta utile non soltanto quando la compagine sociale sia suscettibile di accogliere "soci investitori" – interessati principalmente alla remunerazione del capitale e non alla gestione sociale – come può accadere in seguito a operazioni di *crowdfunding*⁶⁵, ma anche in s.r.l. che presentano una struttura ristretta e selezionata della compagine sociale, come avviene, in particolare, nelle s.r.l. "familiari"⁶⁶.

Ne consegue che il legame tra l'offerta "al pubblico" di quote di s.r.l. e la creazione di categorie di quote (se del caso, pure standardizzate) si configura come di strumentalità potenziale, ma non necessaria. L'introduzione di

s.; cfr., inoltre, CORSO e LAUDONIO, *op. cit.*, p. 141; CAGNASSO, *La s.r.l. piccola e media impresa (p.m.i.)*, in IBBA e MARASÀ (a cura di), *Le società*, cit., p. 96.

⁶³ M. CIAN, *Le start-up*, cit., p. 178 s.; ID., *Dalla s.r.l. a base personalistica*, cit., p. 1421; SCIUTO, *op. cit.*, p. 543 (ma escludendo che la disciplina del *crowdfunding* assolva all'ulteriore funzione di agevolare la successiva circolazione delle quote offerte); SPOLAORE, *Il regime del crowdfunding*, cit., p. 395.

⁶⁴ FREGONARA, *L'equity based crowdfunding*, cit., p. 2288; ma v. M. CIAN, *Le start-up*, cit., p. 178. In questo senso, Le deroghe alla disciplina codicistica della s.r.l. disposte dall'art. 26, comma 5°, d.l. n. 179/2012 e dall'art. 100-ter, comma 1°, t.u.f., sembrano trovare giustificazione esclusivamente nell'esigenza di superare la potenziale incompatibilità con le disposizioni dell'ordinamento generale che, altrimenti, potrebbero ostacolare l'offerta "al pubblico" di quote (anche) tramite *crowdfunding*, in particolare con il divieto sancito dall'art. 2468, comma 1°, c.c.

⁶⁵ Tanto più se si considera che il regime codicistico della partecipazione sociale in s.r.l. è costruito sulla figura del "socio imprenditore", caratterizzandosi per l'attribuzione di diritti che consentono una significativa ingerenza nella gestione sociale (ad es., il diritto di controllo ex art. 2476, comma 2°, c.c.).

⁶⁶ V. SPERANZIN, *S.r.l. piccole-medie imprese*, cit., p. 340 ss. (con riferimento all'utilizzo delle categorie di quote prive del diritto di voto quale strumento volto a ridimensionare l'incidenza dei soci estranei alla famiglia e, al contempo, ad assicurare ai membri della famiglia una posizione di rilievo privilegiato); cfr., anche, LIMATOLA, *op. cit.*, p. 237 s.; MASI, *op. cit.*, p. 694 s. (ma a proposito della standardizzazione delle quote, anche indipendentemente dalla creazione di categorie).

categorie di quote può, infatti, ritenersi funzionale a semplificare le operazioni di *crowdfunding*, ma le seconde possono realizzarsi anche senza le prime; allo stesso modo, la categorizzazione delle quote può essere adottata per finalità diverse al finanziamento *online* (come implicitamente confermato dalla disciplina sulla dematerializzazione delle quote). Si tratta, d'altra parte, di un esito con riferimento al quale la dottrina converge in maniera pressoché concorde⁶⁷.

4.2. *Analisi dei dati empirici.*

Ricostruito il rapporto tra l'offerta di quote tramite *crowdfunding* e la categorizzazione delle partecipazioni sociali sul piano teorico, è possibile procedere a verificare il medesimo sul piano empirico, e in particolare accertare se – e in quale misura – esso trovi riscontro nella prassi.

Va precisato, tuttavia, che l'indagine empirica permette di trarre conclusioni più circoscritte rispetto a quelle formulate in linea astratta. Se, infatti, la ricostruzione concettuale si è articolata in una prospettiva bidirezionale, interrogandosi se il ricorso al *crowdfunding* implichi la categorizzazione delle partecipazioni e, specularmente, se quest'ultima possa a sua volta prescindere dal primo, l'analisi empirica ha riguardato solo le s.r.l. che hanno effettivamente fatto ricorso al *crowdfunding* (per le ragioni esposte sopra, par. 1). Resta dunque estranea alla presente trattazione la fattispecie inversa, concernente le s.r.l. che abbiano introdotto categorie di quote a prescindere dal *crowdfunding*, al fine di accertare se – e in che misura – la categorizzazione sia stata a ciò funzionale o rispondente ad altre esigenze⁶⁸.

Chiarito ciò, la prima variabile considerata riguarda l'effettiva emissione di categorie di quote da parte delle s.r.l. *crowdfunded*, al fine di apprezzare la reale incidenza della categorizzazione (ivi inclusa la standardizzazione) nelle operazioni di raccolta di capitali *online*. Una seconda variabile significativa è rappresentata dal raggiungimento del *target* economico della campagna, i cui esiti possono essere incrociati con i dati sulla categorizzazione per valutare l'eventuale correlazione tra struttura delle partecipazioni e successo dell'operazione.

⁶⁷ ABU AWWAD, *op. cit.*, p. 236; M. CIAN, *Dalla S.r.l. a base personalistica*, cit., p. 1425; CORSO, *op. cit.*, p. 190 ss.; DI MARTINO, *op. cit.*, p. 1496; GUACCERO, *op. cit.*, p. 717; LIMATOLA, *op. cit.*, p. 237 s.; SCIUTO, *op. cit.*, p. 544 ss.

⁶⁸ Ciò anche in considerazione del fatto che, come già precisato, il campione oggetto di analisi è stato ricavato dall'intera popolazione censita delle s.r.l. che hanno promosso campagne di *crowdfunding* (par. 3), mentre non si dispone – né risulta verosimilmente possibile ricavare – di un insieme di dati omogeneo e sistematico riferibile, in senso inverso, alle s.r.l. che abbiano fatto ricorso alla tecnica della creazione di categorie di quote (standardizzate e non standardizzate) (v. par. 1).

Sulla base della ricostruzione teorica delineata, si possono formulare tre ipotesi da verificare empiricamente: (i) le operazioni di *equity crowdfunding* condotte da s.r.l. (inizialmente *startup* innovative, poi PMI innovative, e infine PMI) risultano frequentemente associate alla creazione – e quindi all’offerta – di categorie di quote; (ii) non si può tuttavia escludere la presenza di campagne prive di categorie, giacché la categorizzazione (inclusa la standardizzazione) non costituisce condizione necessaria per la realizzabilità dell’operazione; (iii) infine, la previsione di categorie di quote può rappresentare un fattore di facilitazione nel reperimento di risorse finanziarie, incrementando le probabilità di successo della raccolta.

Con riguardo al primo e al secondo profilo (relazione tra *crowdfunding* e categorizzazione), l’analisi condotta sugli statuti delle s.r.l. che hanno promosso campagne su portali autorizzati evidenzia una tendenziale sistematicità nel ricorso alle categorie di quote: su 293 società esaminate, 276 (94,2%) ne hanno previsto l’emissione in connessione⁶⁹ con l’“offerta al pubblico” tramite *crowdfunding*.

Quanto al secondo profilo (relazione tra emissione di categorie e successo della raccolta), la categorizzazione sembra, *prima facie*, correlata all’esito positivo delle campagne: delle 276 società che hanno emesso categorie di quote, 235 (85,1%) hanno raggiunto il *target* minimo di raccolta e, di queste, 224 hanno conseguito un’ulteriore eccedenza (*overfunding*). Se si considera però che il raggiungimento del *target* di raccolta è pari a circa l’85% per l’intero campione, siffatte evidenze non bastano da sole a confermare che il ricorso alle categorie di quote sia di per sé un fattore determinante del buon esito della campagna. Una conferma in tal senso potrebbe provenire dall’osservazione inversa: tra le 21 s.r.l. che non hanno previsto categorie di quote, 9 (45%) non hanno raggiunto il *target*, mentre 11 lo hanno raggiunto. Ciò indica che la mancata emissione di categorie di quote si associa in diversi casi all’insuccesso della campagna, ma non ne è l’unica causa, poiché anche tra le 47 s.r.l. che non hanno raggiunto il *target*, 38 avevano comunque previsto categorie. Ne consegue che l’offerta di categorie di quote non garantisce automaticamente il successo dell’operazione, risultando compatibile anche con esiti negativi.

In sintesi, le evidenze disponibili – pur indicando una correlazione positiva tra la categorizzazione delle quote e l’esito favorevole delle operazioni di *crowdfunding* – non consentono di concludere che tale elemento sia di per

⁶⁹ L’analisi svolta ha permesso di accertare che l’emissione delle categorie di quote, nei casi presi in considerazione, era funzionale alla campagna di *crowdfunding*, e non ad altre finalità, atteso che è stato esaminato il testo delle delibere di aumento del capitale posto a servizio dell’offerta su piattaforma.

sé determinante, poiché il successo delle campagne può dipendere anche da molteplici altri fattori, quali la qualità del progetto imprenditoriale, la fiducia nel *team* promotore e il contesto economico di riferimento.

5. Profili strutturali della partecipazione sociale.

5.1. Categorie di quote di s.r.l. e standardizzazione della partecipazione.

Come detto, è discusso in dottrina se l'emissione di categorie di quote di s.r.l. debba intendersi in senso meramente qualitativo – come articolazione dei diritti riconosciuti alla categoria speciale (categorizzazione), con preclusione della standardizzazione⁷⁰ – ovvero anche quantitativo, come possibilità di serializzare le partecipazioni in unità di eguale valore nominale⁷¹.

⁷⁰ Con riferimento alla disciplina posteriore all'art. 26 d.l. n. 179/12, SCIUTO, *op. cit.*, p. 532 ss. (anche per l'affermazione che le s.r.l.-PMI non possono emettere categorie di quote *tout court*, p. 551); ZANARONE, *La s.r.l. a vent'anni dalla riforma del diritto societario*, Milano, 2023, p. 543 s., nt. 36; Comitato Notarile del Triveneto, *Orientamento I.N.6*; prima delle modifiche del 2012 ma dopo la riforma del 2003, negavano la liceità dell'emissione di categorie di quote ZANARONE, *Della società*, cit., I, p. 506; SPADA, *Commento*, cit., p. 7; BLANDINI, *op. cit.*, p. 203 ss., ma ammettendo la liceità di prevedere la trasferibilità del diritto particolare unitamente alla quota (e, quindi, la quota speciale: p. 191 ss.) e categorie di soci (diritti particolari *per relationem*); REVIGLIONE, *op. cit.*, p. 1814 s.; DI NELLA, *Natura e divisibilità delle quote di partecipazione*, in DOLMETTA e PRESTI (a cura di), *S.r.l. Commentario dedicato a G.B. Portale*, cit., nn. 17 s., p. 275 (ma ammettendo la standardizzazione delle partecipazioni e l'attribuzione di diritti particolari a categorie di soci); SANTONI, *op. cit.*, p. 382; SANTAGATA, *I diritti particolari dei soci*, cit., p. 284 (negando sia la standardizzazione sia la categorizzazione, ma in senso favorevole rispetto alle categorie di soci); MAUGERI, *Quali diritti*, cit., p. 1492 s.; PALMIERI, *op. cit.*, p. 906; TRICOLI, *op. cit.*, p. 1036.

L'opinione maggioritaria ritiene che l'art. 2468, comma 1°, c.c., precluda, tra l'altro, il frazionamento del capitale in quote aventi eguale valore nominale: v., *ex multis*, v. SPADA, *Commento*, cit., p. 6 s.; SCIUTO, *op. cit.*, p. 532 ss.; ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, I, Milano, 2010, p. 512 ss.

⁷¹ Così, dopo il 2012, tra gli altri, BRIZZI, *S.r.l. PMI*, cit., p. 154 ss.; M. CIAN, *S.r.l. PMI*, cit., p. 831 s. (ma negando la possibilità di emettere quote speciali o categorie di quote in base alla disciplina codicistica: p. 824 ss.); CAGNASSO, *La s.r.l. piccola e media impresa*, in IBBA e MARASÀ (a cura di), *Le società*, cit., I, p. 107, nt. 28; CORSO, *op. cit.*, p. 190 s.; LIMATOLA, *op. cit.*, p. 240 s.; Consiglio Notarile di Milano, Commissione società, massima n. 171/2018; Consiglio notarile dei distretti riuniti di Firenze, Pistoia e Prato, massima n. 38/2014; in senso in parte diverso, e cioè che le categorie di quote debbano necessariamente, al loro interno, essere standardizzate, ABU AWWAD, *op. cit.*, p. 238 s.; CETRA, *op. cit.*, p. 817. La possibilità di creare categorie di quote era da alcuni ammessa già con riferimento alla disciplina codicistica: NOTARI, *Diritti particolari*, cit., p. 337 (ma negando la liceità della standardizzazione); DACCÒ, *I diritti particolari*, cit., p. 401; BIANCHI e FELLER, *op. cit.*, p. 334 (ma negando la liceità della standardizzazione – p. 311 – e ritenendo che i diritti «spetterebbero solo ed esclusivamente al socio che versi nella condizione “oggettiva” prevista dallo statuto, e non già alla partecipazione in quanto tale»); SPERANZIN, *S.r.l. piccole-medie imprese*, cit., p. 353; vi era anche chi riconosceva la legittimità di una standardizzazione integrale del capitale sociale della

Parte degli interpreti ritiene che l'omogeneità contenutistica delle categorie di quote sia al tempo stesso requisito necessario e sufficiente, escludendo la liceità della standardizzazione quantitativa sulla base di due principi distinti⁷²: l'unitarietà della quota – per cui ciascun socio può detenere un'unica partecipazione, non frazionabile in *sub*-unità autonome⁷³ – e il divieto di rappresentazione in azioni, sancito dall'art. 2468, comma 1°, c.c., non derogato né dall'art. 26 d.l. n. 179/12 né dall'art. 100-ter t.u.f. Tale divieto viene interpretato non solo come preclusivo dell'incorporazione delle quote in titoli di credito, ma anche della serializzazione delle stesse in unità standardizzate⁷⁴.

Un diverso orientamento ammette, invece, la legittimità – e, secondo alcuni, persino la necessità – della standardizzazione nelle s.r.l.-PMI che emettono categorie di quote. Secondo tale impostazione, si distinguono due fattispecie: *da un lato*, le categorie di quote “standardizzate” (o categorie in senso stretto), caratterizzate da omogeneità sia nei diritti sia nel valore nominale; *dall'altro*, le categorie “non standardizzate” (o categorie in senso attenuato), con diritti eguali ma valore nominale variabile⁷⁵. Nella specie, ove la standardizzazione sia considerata come facoltativa, essa costituisce uno strumento aggiuntivo (rispetto al *crowdfunding*) a disposizione della

s.r.l. (senza la necessità di creare categorie): DE LUCA, *Partecipazione «azionaria» e tipicità delle società di capitali*, in *Riv. dir. civ.*, 2004, II, p. 890 ss.; ABBADESSA, *Art. 2325*, cit., p. 6; DE STASIO, *Trasferimento della partecipazione nella s.r.l. e conflitto tra acquirenti*, Milano, 2008, p. 58 ss.

Nel diritto societario anteriore al 2003 era diffusa la tesi per cui fosse ammissibile, nella s.r.l., l'emissione di categorie di quote (MIGNOLI, *Le assemblee speciali*, Milano, 1960, p. 349; per ulteriori riferimenti, BLANDINI, *op. cit.*, p. 25, nt. 51). La rilevanza di siffatta circostanza non è immediata – e potrebbe anzi indurre a esiti opposti – per il diritto vigente, posto che la s.r.l. del tempo, *per un verso*, era sistematicamente concepita come una piccola s.p.a. (sicché era del tutto naturale, per l'interprete, estendere le soluzioni note nella s.p.a. alla s.r.l.) e, *per l'altro verso*, non conosceva, quanto meno sul piano del diritto positivo, l'istituto dei diritti particolari dei soci, con la conseguenza che la possibilità di articolare il contenuto partecipativo veniva fatto transitare – in ragione di un comprensibile atteggiamento di *path dependence* – per l'articolazione di categorie speciali.

⁷² Così, ABU AWWAD, *op. cit.*, p. 237 ss., per una sintesi delle posizioni dottrinali in punto di standardizzazione delle quote.

⁷³ Sul principio di unitarietà della quota v., per tutti, ZANARONE, *Della società*, cit., 512 ss.; SCIUTO, *op. cit.*, p. 554 ss., ove altri richiami alla dottrina più risalente; come osserva M. CIAN, *S.r.l. PMI*, cit., p. 832, tale principio risultava, in realtà, già oggetto di discussione con riferimento alla s.r.l. “tradizionale”; per una ricostruzione, e ulteriori riferimenti, ID., “Unitarietà” e “disgregabilità” della partecipazione di s.r.l. nelle vicende organizzative, in *Giur. comm.*, 2021, I, p. 396 ss.; MASI, *op. cit.*, p. 670 ss.

⁷⁴ V., *supra*, nt. 70.

⁷⁵ BRIZZI, *Offerta al pubblico*, cit., p. 927; CAGNASSO, *La s.r.l. piccola*, cit., p. 107, nt. 28; M. CIAN, *S.r.l. PMI*, cit., p. 831 s.; ID., *Le quote dematerializzate*, cit., p. 299; FREGONARA, *L'equity based crowdfunding*, cit., p. 2295; MASI, *op. cit.*, p. 678. V. Consiglio Notarile di Milano, Commissione Società, massima n. 171/2018, *Nozione di categorie di quote di s.r.l. PMI (art. 26, comma 2, d.l. 179/2012; art. 2468 c.c.; 2348 c.c.)*.

s.r.l. per agevolare il «collocamento» e la circolazione delle quote⁷⁶. Diversamente, chi la reputa obbligatoria la considera un presupposto necessario per garantire l'uniformità dei diritti spettanti a ciascuna categoria⁷⁷, specie quando l'emissione di categorie sia funzionale «alla creazione di un mercato delle partecipazioni: mercato che presuppone naturalmente una standardizzazione anche quantitativa delle singole partecipazioni»⁷⁸.

Un argomento letterale depone oggi a favore della tesi della (quanto meno) liceità della standardizzazione delle categorie di quote: l'art. 3 l. 21/24, che ha introdotto i commi 2°-bis, 2°-ter e 2°-quater all'art. 26 d.l. n. 179/12, prevede la dematerializzazione facoltativa delle categorie di quote di s.r.l.-PMI. Il comma 2-bis stabilisce infatti che «[l]e quote appartenenti alle categorie del comma 2, aventi eguale valore e conferenti eguali diritti [...] possono esistere in forma scritturale» ai sensi dell'art. 83-bis t.u.f. (enfasi aggiunta).

Da tale disposizione sembra potersi ritenere definitivamente superato ogni dubbio sulla possibilità di prevedere, per le s.r.l.-PMI, categorie di quote suddivise in unità di eguale valore nominale. Ciò, se per un verso conferma la preclusione per le s.r.l. non PMI⁷⁹, per l'altro verso lascia aperto il problema della standardizzazione dell'intero capitale sociale, soprattutto in assenza di categorie⁸⁰: ipotesi senz'altro non ammessa ai fini della dematerializzazione, al quale possono accedere solo le quote «di categoria»⁸¹.

Resta inoltre da chiarire se la standardizzazione sia condizione necessaria in ogni ipotesi di creazione di categorie, ovvero solo per ricorrere alla dematerializzazione. A sostegno della prima interpretazione, si potrebbe ritenere che l'inciso «aventi eguale valore e conferenti eguali diritti» svolga una funzione di specificazione del soggetto della proposizione («[l]e quote appartenenti alle categorie del comma 2», cioè quelle che presentano tanto identità di diritti quanto eguale valore nominale), con la conseguenza che

⁷⁶ In part., CORSO e LAUDONIO, *op. cit.*, p. 141.

⁷⁷ Così, ABU AWWAD, *op. cit.*, p. 238; CETRA, *op. cit.*, p. 817; con riferimento alle categorie di azioni, v. già SPADA, *Commento*, cit., p. 7.

⁷⁸ ABU AWWAD, *op. cit.*, p. 238 s.

⁷⁹ Cfr., infatti, M. CIAN, *Le quote dematerializzate*, cit., p. 295 s.; ID., *S.r.l. PMI*, cit., p. 814 s.; BRIZZI, *La dematerializzazione*, cit., p. 802; CORSO e LAUDONIO, *op. cit.*, p. 139; CAPELLI, *La dematerializzazione*, cit., p. 2492; FREGONARA, *La dematerializzazione*, cit., p. 764.

⁸⁰ In senso preclusivo, anche nel caso in cui vengano emesse categorie di quote, M. CIAN, *Le quote dematerializzate*, cit., p. 301, da cui discende anche l'impossibilità che l'intero capitale di una s.r.l. venga dematerializzato (così, prima della disciplina della dematerializzazione, ID., *S.r.l. PMI*, cit., p. 837 ss.; SPERANZIN, *S.r.l. piccole-medie imprese*, cit., p. 347; DI MARTINO, *op. cit.*, p. 1506 ss.; ABU AWWAD, *op. cit.*, p. 244); diversamente, BRIZZI, *La dematerializzazione*, cit., p. 802.

⁸¹ M. CIAN, *Le quote dematerializzate*, cit., p. 295 s.; BRIZZI, *La dematerializzazione*, cit., p. 803; CAPELLI, *La dematerializzazione*, cit., p. 2492; MASI, *op. cit.*, p. 678.

l'uguaglianza del valore nominale costituirebbe un elemento strutturale delle categorie di quote, e non una mera condizione per la loro eventuale dematerializzazione. Diversamente, si potrebbe ravvisare nell'inciso un valore limitativo o condizionale, nel senso che la possibilità di dematerializzazione sarebbe subordinata alla presenza di un'omogeneità sia qualitativa sia quantitativa delle quote («[I]e quote appartenenti alle categorie del comma 2», purché «aventi eguale valore e conferenti eguali diritti»). Tale interpretazione lascia salvo il potere statutario di creare categorie che, pur conferendo eguali diritti, presentino valore nominale disomogeneo⁸²: in tal caso, però, le relative partecipazioni non potrebbero accedere al regime scritturale di cui all'art. 83-*bis* t.u.f.

Un simile esito ricostruttivo – *de jure condito*, difficilmente contestabile – potrebbe apparire singolare se confrontato con quanto tradizionalmente affermato in relazione alla società per azioni, dove la standardizzazione non solo è imposta *ex lege*, ma viene anche comunemente giustificata in funzione della necessità di agevolare la raccolta di capitali presso il pubblico⁸³: esigenza ritenuta strutturalmente connaturata al modello della s.p.a., considerata sempre “aperta” al mercato – almeno in potenza. Nella s.r.l., invece, essa assume un ruolo sì funzionale, ma meramente eventuale rispetto al *crowdfunding*, evidenziando dunque l'originalità – se non l'eterodossia – della disciplina speciale riservata alle PMI.

5.2. Analisi dei dati empirici.

Il dato forse più rilevante che emerge dall'analisi empirica attiene all'effettiva incidenza della standardizzazione. Su 296 statuti esaminati, solo 4 (1,36%) prevedono categorie di quote “standardizzate”⁸⁴. Al contrario, tra le restanti società, 272 (92,83%) hanno emesso categorie di quote “non standardizzate”⁸⁵.

⁸² Così M. CIAN, *Le quote dematerializzate*, cit., p. 295 s.; BRIZZI, *La dematerializzazione*, cit., p. 793; CORSO e LAUDONIO, *op. cit.*, p. 40 s.

⁸³ SPADA, *Dalla nozione al tipo della società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 1985, I, p. 116 s.; FERRI JR, *Investimento e conferimento*, Milano, 2001, p. 198 (testo e nt. 144); SCIUTO e SPADA, *Il tipo della società per azioni*, in COLOMBO e PORTALE (diretto da), *Trattato delle società per azioni*, 1*, Torino, 2004, p. 48 s.; MAUGERI, *Partecipazione sociale e attività di impresa*, Milano, 2010, p. 20 s.; sulle quote di s.r.l., BRIZZI, *La dematerializzazione*, cit., p. 792; CORSO e LAUDONIO, *op. cit.*, p. 139.

⁸⁴ I riscontri dell'annuale *Report italiano sul Crowdfunding* (Politecnico di Milano School of Management) sono in linea di massima collimanti con le evidenze di cui al precedente paragrafo (= prevalenza dell'offerta di quote di categoria: v. 9° *Report*, 2025, p. 20 s., <https://www.osservatoriefi.it/efi/download/10-report-italiano-sul-crowdfunding/>); tuttavia, in esso non vi sono indicazioni circa il carattere standardizzato o meno delle quote, a differenza di quello che sembrano trarne CORSO e LAUDONIO, *op. cit.*, p. 140 s.

⁸⁵ Sono state considerate “categorie di quote non standardizzate” le ipotesi in cui la

Tale evidenza conferma, *da un lato*, la distinzione dottrinale tra categorie di quote “standardizzate” e “non standardizzate”; *dall’altro*, dimostra che la standardizzazione delle categorie di quote offerte sui portali di *crowdfunding* è oggi residuale, risultando recessiva rispetto alla mera categorizzazione. Si tratta di un risultato già di per sé interessante, visto che la standardizzazione è – assieme ora al regime di dematerializzazione – ciò che potrebbe più avvicinare la concreta struttura finanziaria della s.r.l. alla s.p.a., e si presta a più interpretazioni.

Ci si deve anzitutto chiedere perché la prassi prediliga l’emissione di categorie di quote non standardizzate rispetto ad altre tecniche che conducono a un risultato analogo, e la cui legittimità era ammessa, almeno da parte degli interpreti, già prima del 2012. Si intende fare riferimento alla menzionata possibilità di attribuire diritti particolari *sui generis*, in forma di: (i) c.d. quote speciali (diritti “della quota”, riferibili alla partecipazione sociale in sé e non alla persona del socio, in deroga alla formulazione dell’art. 2468, co. 3), che risulta essere utilizzata in un solo caso (0,3%), nel quale, peraltro, la formulazione testuale della delibera di aumento potrebbe prestarsi a interpretazioni tra loro divergenti; (ii) diritti particolari “di categoria”, attribuiti a un gruppo di soci e perciò suscettibili di valere per più partecipazioni, soggette a un regime “di classe”. A bene vedere, infatti, l’emissione di categorie di quote non standardizzate (rette dal principio di unitarietà e di valore nominale tra loro diverso) equivale all’emettere una pluralità di quote speciali (sottoposte alle regole dei diritti particolari per quanto attiene a introduzione, modifica e soppressione). Peraltro, ove si aderisse alla tesi per cui le partecipazioni di categoria debbano, per loro natura, essere anche standardizzate, allora le categorie di quote “non standardizzate” non sarebbero riconducibili, in senso stretto, alla fattispecie di cui all’art. 26 d.l. n. 179/12, soprattutto se si leggesse il comma 2°-*bis* come precetto che esige identità di diritti e di valore nominale⁸⁶.

Una possibile spiegazione di tale scelta, apparentemente singolare, potrebbe ravvisarsi nella circostanza che – pur nel silenzio della legge – è

delibera di aumento del capitale e/o dello statuto prevedono l’emissione di quote di categoria (“A”, “B”, “C”, etc.), indicando solo il valore nominale complessivo della categoria, senza specificare né il numero delle partecipazioni né il valore unitario ciascuna. Tale impostazione trova poi conferma nelle visure camerali, da cui risulta che le partecipazioni contrassegnate come categorie (“A”, “B”, “C”, etc.) presentano importi nominali differenti e non multipli tra loro.

⁸⁶ V. *supra*, par. 5.1, nt. 77.

opinione diffusa⁸⁷ anche nella prassi⁸⁸ che le categorie di quote soggiacciono di per sé, a prescindere dalla loro standardizzazione nominale, al regime dell'art. 2376 c.c. per quanto attiene alla modifica del loro contenuto successivamente all'introduzione (*i.e.*, a maggioranza, secondo il meccanismo delle assemblee di categoria). Per contro, i “diritti speciali della quota” (quote speciali) e i “diritti particolari di categoria” dovrebbero essere retti dal regime dei diritti particolari *ex art.* 2468, comma 4°, c.c.⁸⁹, in punto di introduzione, modifica o soppressione. La scelta di ricorrere alle categorie di quote “non standardizzate” (rispetto all'emissione di quote speciali) si potrebbe comprendere, dunque, sulla base dell'esigenza degli operatori di beneficiare di una tecnica più duttile nell'adeguamento del contenuto partecipativo delle quote a esigenze sopravvenute alla loro emissione (modificabilità a maggioranza), rispetto a quella dei diritti particolari (unanimità).

In effetti, che la problematica dell'applicabilità o meno dell'art. 2376 c.c. alle categorie di quote di s.r.l. sia decisamente avvertita dalla prassi è dimostrato dalla circostanza che in 217 casi su 293 (74,06%, che sale al 79,7% se si considerano soltanto le società che hanno emesso categorie di quote, 272) lo statuto prevede espressamente la presenza di assemblee di categoria. Di rilievo è che esiste una relazione statisticamente significativa tra il numero di categorie di quote emesse e la presenza della clausola:

⁸⁷ Per l'applicazione analogica dell'art. 2376 c.c. alle categorie di quote di s.r.l.-PMI, ABU AWWAD, *op. cit.*, p. 248 s.; BENAZZO, *Categorie*, cit., p. 1468; G.F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale*¹¹, II, a cura di M. CAMPOBASSO, Torino, 2024, p. 581; M. CIAN, *La s.r.l.: la struttura organizzativa*, in *Diritto commerciale*, III, a cura di M. CIAN, Torino, 2024, p. 728; ID., *S.r.l. PMI*, cit., p. 857 (correttamente osservando che il problema non si pone in presenza di categorie “monoquota”, ossia della quota speciale); CORSO, *op. cit.*, p. 210 ss.; FREGONARA, *L'equity based crowdfunding*, cit., p. 2295; GUERRERA, *Le modificazioni dell'atto costitutivo*, in IBBA e MARASÀ (a cura di), *Le società*, cit., II, p. 1526; MALTONI e SPADA, *op. cit.*, p. 595; COSSU, *op. cit.*, p. 1721 s.; dubitativo SPERANZIN, *S.r.l. piccole-medie imprese*, cit., p. 534; per la tesi che i diritti di categoria siano modificabili con il consenso della maggioranza dei titolari delle medesime (anche senza applicazione analogica dell'art. 2376 c.c.), SPOLAORE, *S.r.l.*, cit., p. 154 ss.; diversamente, ritiene necessario il consenso unanime dei singoli titolari SCIUTO, *op. cit.*, p. 558, nt. 346; così anche AGSTNER, CAPIZZI e GIUDICI, *op. cit.*, p. 428; con riferimento ai diritti particolari di classe” (*per relationem*), BLANDINI, *op. cit.*, p. 162 ss., ammettendo però la liceità della previsione statutaria di tecniche di modifica a maggioranza del contenuto di categorie; DI MARTINO, *op. cit.*, p. 1499; MIGNOLI, *op. cit.*, p. 350.

⁸⁸ Consiglio Notarile di Milano, Commissione Società, massima n. 177/2018.

⁸⁹ Trattandosi di una *species* del *genus*: v., infatti, NOTARI, *Diritti particolari*, cit., p. 336, il quale, all'indomani della riforma del 2003, riteneva che fosse precipuamente la previsione statutaria della modificabilità a maggioranza (o l'esplicito richiamo all'art. 2376 c.c.) a fare assurgere le quote speciali eventualmente emesse a una categoria di quote (*i.e.*, senza tale esplicita previsione, la pluralità di quote speciali emesse rimarrebbe sottoposta al regime dell'unanimità); PALMIERI, *op. cit.*, p. 906; SPERANZIN, *S.r.l. piccole-medie imprese*, cit., p. 534; diversamente, TRICOLI, *op. cit.*, p. 1059; con riguardo alla seconda configurazione, così, infatti, BLANDINI, *op. cit.*, p. 162 ss.; SANTAGATA, *I diritti particolari dei soci*, cit., n. 4, p. 286.

all'aumentare del numero di categorie aumenta la probabilità di trovare la previsione statutaria dell'assemblea speciale (la percentuale aumenta dal 69% in presenza di una sola categoria ulteriore rispetto alle quote ordinarie, all'85% nel caso di due categorie e al 93% nell'eventualità di tre categorie, fino a quasi il 100% per tutti i numeri di categorie pari o maggiori a quattro).

Naturalmente, con ciò si potrebbe ritenere confermata la tesi minoritaria⁹⁰ per cui, di per sé, le categorie di quote non sono rette dall'art. 2376 c.c. salvo esplicita previsione statutaria; tuttavia, è lecita anche una lettura inversa, e cioè che gli operatori più avveduti, per cautelarsi di fronte alle incertezze interpretative, decidono di inserire una clausola di detto tenore anche ove avesse valore meramente ripetitivo del diritto positivo vigente (fenomeno, peraltro, endemico, con riferimento a una miriade di clausole statutarie). In tale senso pare deporre:

(i) il fatto che una delle variabili capaci di spiegare la presenza o meno della clausola è il portale sul quale è stata condotta la campagna (tale clausola ricorre sempre nelle società che hanno svolto la campagna su certi – e non su altri – portali, anche qualora siano diversi i notai che hanno rogato i relativi atti) o il notaio che ha rogato l'atto (ad alcuni notai – e non ad altri – tale clausola è associata sempre, anche al variare del portale) (grafico n. 8).

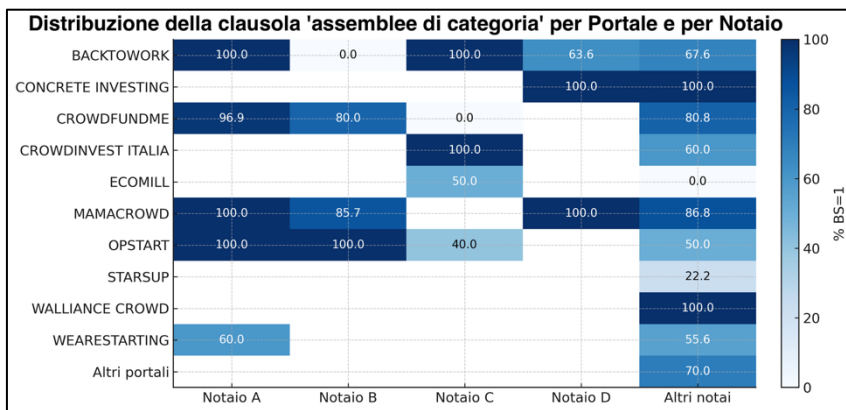


Grafico n. 8

(ii) la maggiore frequenza della clausola nelle ipotesi in cui l'aumento di capitale è stato rogato da notaio con maggiore "esperienza": pari al 80,91% se il notaio ha rogato più di tre aumenti di capitale serventi all'offerta su portale, contro il 69,27% se il notaio ha rogato non più di tre atti (tabella n. 1).

⁹⁰ V. *supra*, nt. 87.

Tabella n. 1			
Notai con al massimo 3 operazioni	ESPLICITA PREVISIONE ASSEMBLEE DI CATEGORIA		
	0	1	Total
0	21	89	110
	19.09	80.91	100.00
	27.63	41.78	38.06
	7.27	30.80	38.06
1	55	124	179
	30.73	69.27	100.00
	72.37	58.22	61.94
	19.03	42.91	61.94
Total	76	213	289
	26.30	73.70	100.00
	100.00	100.00	100.00
	26.30	73.70	100.00

La prima riga mostra le frequenze assolute (cioè il numero di casi).

La seconda riga riporta le percentuali calcolate rispetto al totale della riga.

La terza riga riporta le percentuali calcolate rispetto al totale della colonna

La quarta riga indica le percentuali calcolate rispetto al totale complessivo della tabella.

Ulteriore indicatore della rilevanza operativa della tematica è che soltanto il 13,02% delle s.r.l. che ricorrono all'art. 2376 c.c. non raggiunge il *target* della campagna, mentre tale percentuale sale al 25,68% per quelle in cui la disposizione non è richiamata (tabella n. 2). Naturalmente, ciò non è di per sé sufficiente per affermare che la presenza/assenza della clausola in parola sia determinante ai fini del successo della campagna, atteso che su tale esito possono influire altre variabili, tra le quali una generale "incuria" nella definizione degli aspetti tecnici della campagna, alla quale è immaginabile si possa di frequente associare la mancata previsione della clausola in esame.

Tabella n. 2			
RAGGIUNGIMENTO TARGET CAMPAGNA	ESPLICITA PREVISIONE ASSEMBLEE DI CATEGORIA		
	0	1	Total
0	19	28	47
	40.43	59.57	100.00
	25.68	13.02	16.26
	6.57	9.69	16.26
1	55	187	242
	22.73	77.27	100.00
	74.32	86.98	83.74

Total	19.03	64.71	83.74
	74	215	289
	25.61	74.39	100.00
	100.00	100.00	100.00
	25.61	74.39	100.00

La prima riga mostra le frequenze assolute (cioè il numero di casi).

La seconda riga riporta le percentuali calcolate rispetto al totale della riga.

La terza riga riporta le percentuali calcolate rispetto al totale della colonna

La quarta riga indica le percentuali calcolate rispetto al totale complessivo della tabella.

Tutto ciò non spiega, però, la ragione della preferenza per le categorie di quote non standardizzate rispetto a quelle standardizzate, atteso che queste ultime, oltre alla modificabilità a maggioranza (al pari delle prime), offrono i vantaggi tipicamente insiti nel frazionamento del capitale sociale in unità *standard*: tra tutti, la facilità nella misurazione dei diritti e la conseguente maggior appetibilità (rispetto a unità partecipative non *standard*) nelle operazioni di mercato primario e secondario. Il dato, che può risultare anomalo per chi inquadra il fenomeno nella prospettiva della s.r.l. “aperta”, può significare invece la perdurante adesione, da parte del modello concreto della s.r.l. *crowdfunded*, a un assetto partecipativo tendenzialmente “chiuso”, in controtendenza, così, rispetto alle tesi che vedono nella possibilità di offerta “al pubblico” delle quote di s.r.l. e nella creazione di categorie standardizzate un progressivo avvicinamento della s.r.l. al modello della s.p.a. Nella s.r.l. *crowdfunded*, la partecipazione al capitale sociale pare continuare a essere ispirata, almeno in parte, a una logica selettiva e personalistica, piuttosto che a un’apertura generalizzata al mercato.

Siffatte evidenze appaiono peraltro utili per la lettura dell’istituto della dematerializzazione delle quote. Se si ritiene che tale disciplina abbia la funzione di agevolare la raccolta di capitali da parte della s.r.l. sui “mercati” (se del caso, anche mediante l’accesso a mercati secondari)⁹¹, e tra essi anche la sollecitazione mediante *crowdfunding*⁹², allora l’eventuale adozione della veste scritturale da parte delle quote da offrire su portali comporterebbe una radicale inversione di direzione rispetto a quella che, fino a ora, la prassi ha mostrato di prediligere, nella parte in cui le quote dematerializzate devono avere *eguale valore nominale* (art. 26, comma 2°-bis, d.l. n. 179/12): modalità pressoché sconosciuta nella realtà.

⁹¹ CORSO e LAUDONIO, *op. cit.*, p. 140 s.; BRIZZI, *La dematerializzazione*, cit., p. 790 ss.; MASI, *op. cit.*, p. 694.

⁹² FREGONARA, *La dematerializzazione*, cit., p. 764; BRIZZI, *La dematerializzazione*, cit., p. 801; v., infatti, CORSO e LAUDONIO, *op. cit.*, p. 140 s., sottolineando che la dematerializzazione è richiesta solo per l’accesso a sedi di negoziazione ma non per l’offerta mediante *crowdfunding*; così anche MASI, *op. cit.*, p. 694.

6. Il contenuto dei diritti delle categorie di quote.

6.1. Articolazione dei diritti e limiti dell'autonomia statutaria.

Un'ulteriore questione dibattuta concerne l'estensione dell'autonomia statutaria nella determinazione dei diritti attribuibili alle categorie di quote (standardizzate o meno). La problematica discende dalle due proposizioni⁹³ dell'art. 26, comma 2°, d.l. n. 179/12⁹⁴: la prima consente di «creare categorie di quote fornite di diritti diversi»; la seconda ammette, nei «limiti imposti dalla legge», di «liberamente determinare il contenuto delle varie categorie anche in deroga a quanto previsto dall'articolo 2468, commi secondo e terzo, del codice civile». Il comma 3° elenca poi alcune fattispecie “nominate” di categorie: quote prive di diritto di voto, con voto non proporzionale, limitato o subordinato a condizioni non meramente potestative.

La disposizione citata, infatti, risulta lacunosa e impone all'interprete la risoluzione di almeno tre nodi esegetici: (i) la delimitazione dei margini di manovra di cui gode l'autonomia statutaria nel determinare i «diritti diversi» riconosciuti alle categorie di quote: se il secondo comma dell'art. 26 sembra riconoscere la più ampia libertà statutaria («può liberamente determinare il contenuto delle varie categorie»), al contempo richiama i «limiti imposti dalla legge», che – se intesi in senso restrittivo, e cioè nel senso che le fattispecie esemplificate dal terzo comma siano tassative – potrebbero azzerare l'autonomia stessa; (ii) l'individuazione di un “referente normativo” cui ancorare, anche per analogia, la disciplina delle categorie, posto che l'art. 26 si limita a elencare una serie di fattispecie tipiche; (iii) l'inquadramento di siffatte problematiche nella s.r.l. *crowdfunded*, in cui l'ingresso di “soci investitori” esterni può dar luogo all'insorgere di peculiari esigenze di tutela, idonee a incidere, in senso diverso rispetto a quanto consentito nelle s.r.l.-PMI che non ricorrono al *crowdfunding*, sull'estensione dell'autonomia statutaria e sui limiti entro cui essa può legittimamente esplicarsi nella creazione di categorie di quote⁹⁵.

Per quanto riguarda la prima questione, in letteratura si ritiene comunemente che l'elencazione dell'art. 26, comma 3°, non sia tassativa, ma solo esemplificativa, ammettendosi la creazione di categorie “atipiche”. Secondo questa impostazione, i limiti imposti dalla legge all'autonomia statutaria

⁹³ Proposizioni connesse dalla congiunzione «e», la cui funzione non è del tutto chiara, potendo essere tanto rafforzativa – o esplicitiva – quanto di coordinamento.

⁹⁴ Come modificato dal d.l. n. 50/17.

⁹⁵ Sull'argomento, senza pretesa di completezza, BRIZZI, *S.r.l. PMI*, cit., p. 252 ss.; CORSO, *Le s.r.l. “aperte”*, cit., pp. 46 s., 190 ss.; SPOLAORE, *S.r.l.*, cit., pp. 22 (ove ulteriori riferimenti a nt. 70) e 103 ss.

vanno rinvenuti, *da un lato*, nei diritti inderogabili spettanti al socio in quanto titolare di una quota di s.r.l.⁹⁶, e, *dall'altro lato*, nei principi fondamentali dell'ordinamento societario di carattere transtipico, tra cui il divieto del patto leonino⁹⁷, secondo l'approccio tradizionale applicabile anche alle s.r.l.⁹⁸.

L'individuazione del regime della quota di s.r.l. di *default*, e al suo interno di porzioni inderogabili, costituisce, quindi, il presupposto logico per individuare le possibili deviazioni statutarie, in senso additivo o sottrattivo⁹⁹. Sebbene una ricostruzione puntuale del contenuto dei diritti attribuiti dalla titolarità di una quota "ordinaria" esuli dall'ambito della presente trattazione, può osservarsi – secondo una distinzione di natura eminentemente ricostruttiva – che la partecipazione in s.r.l. comporta un insieme di situazioni giuridiche soggettive, alcune delle quali qualificabili come derogabili dall'autonomia statutaria, e altre, al contrario, come indisponibili. In particolare, rientrano tra i diritti dispositivi *sia* alcune prerogative di natura amministrativa, le quali potrebbero essere rimosse statutariamente, tra cui il diritto di concorrere alla nomina degli amministratori (che può essere attribuito a singoli soci *ex art.* 2468, comma 3°, c.c.) e, secondo alcuni, il diritto di voto¹⁰⁰; *sia* alcune prerogative di natura patrimoniale, che potrebbero essere comprese, benché non eliminate *tout court*¹⁰¹. Sarebbero invece da considerarsi inderogabili, tra i diritti amministrativi, la legittimazione

⁹⁶ Tra gli altri, M. CIAN, *S.r.l. PMI*, cit., p. 834; DI MARTINO, *op. cit.*, p. 1503 s.; CORSO, *Le s.r.l. "aperte"*, cit., p. 200 ss.; MALTONI e SPADA, *op. cit.*, p. 594; SPERANZIN, *S.r.l. piccole-medie imprese*, cit., p. 353.

⁹⁷ V., ad es., M. CIAN, *S.r.l. PMI*, cit., p. 835; CAGNASSO, *La s.r.l. piccola*, cit., p. 108; NOTARI, *Diritti particolari*, cit., p. 332; DI MARTINO, *op. cit.*, p. 1512; Consiglio Notarile di Milano, Commissione Società, massima n. 177/2018.

⁹⁸ Per richiami alla tesi maggioritaria, v. CAPELLI, *Diritti patrimoniali dei soci e patto leonino*, in DONATIVI (a cura di), *Trattato delle società*, cit., I, p. 1803; diversamente, SPOLIDORO, *Clausole "put" e divieto di società leonina*, in *Riv. soc.*, 2018, p. 1285 ss.; CADORIN, *Il divieto di patto leonino dopo il Codice della crisi, tra incentivi alla corretta gestione imprenditoriale e tutela del contraente debole*, in *Giur. comm.*, 2022, I, p. 124 ss.; CAPIZZI, *Contro il divieto di patto leonino applicato alle società di capitali: per un giudizio in concreto sulle ipotesi di abuso da parte del socio esentato dalle perdite*, in *ODC*, 2024, p. 487 ss.

⁹⁹ Per tutti, M. CIAN, *S.r.l. PMI*, cit., p. 847 ss.; in termini più dubitativi circa la possibilità di identificare un «contenuto minimo» della partecipazione, SCIUTO, *op. cit.*, p. 477 s.

¹⁰⁰ Così, in part., SPERANZIN, *S.r.l. piccole-medie imprese*, cit., p. 350; in passato, la dottrina era pressoché unanime nel ritenere l'inderogabilità del diritto di voto (e.g., RIVOLTA, *La società*, p. 171 ss.; SANTINI, *Della società a responsabilità limitata*, in *Comm. Scialoja-Branca*, Bologna-Roma, 1992, p. 187).

¹⁰¹ Il diritto all'utile e il diritto alla liquidazione possono essere ridotti (partecipazione meno che proporzionale, antergazione nell'esposizione alle perdite, correlazione a settori) (M. CIAN, *S.r.l. PMI*, cit., p. 822), ma non radicalmente eliminati, per la ricordata esigenza di rispettare le caratteristiche strutturali del fenomeno societario (artt. 2265 e 2247 c.c.); v., tuttavia, SCIUTO, *op. cit.*, p. 477 s.

individuale a impugnare le decisioni dei soci invalide¹⁰² e a fare valere l'azione di responsabilità degli amministratori¹⁰³ nonché, secondo parte della dottrina, il diritto individuale di controllo¹⁰⁴; tra i diritti patrimoniali (o misti), il diritto di recesso¹⁰⁵ e il diritto alla liquidazione della quota¹⁰⁶.

Definiti spazi e limiti dell'autonomia statutaria, si pone allora il tema della disciplina applicabile alle categorie di quote di s.r.l., tanto in punto di eventuale organizzazione di categoria, quanto di eventuale operatività di limiti quali l'art. 2351 c.c.¹⁰⁷.

Il modello normativo di riferimento sembra potersi rintracciare, *da un lato*, nei diritti particolari previsti *ex art.* 2468, comma 3°, c.c.; *dall'altro lato*, nelle categorie di azioni della s.p.a. L'orientamento prevalente

¹⁰² VIGO, *Le decisioni non conformi alla legge o all'atto costitutivo*, in DOLMETTA e PRESTI (a cura di), *S.r.l. Commentario dedicato a G.B. Portale*, cit., p. 849; ZANARONE, *Della società*, cit., p. 1438; CAGNASSO, *La società*, cit., p. 40; SANTONI, *op. cit.*, p. 378; SANZO, *Invaldità delle decisioni*, in DONATIVI (diretto da), *Trattato delle società*, cit., p. 775.

¹⁰³ SCOGNAMIGLIO, *La responsabilità gestoria: le azioni*, in *Le società a responsabilità limitata*, a cura di IBBA e MARASÀ, II, Milano, 2020, p. 1927; MOZZARELLI, *La legittimazione ad agire*, in DOLMETTA e PRESTI (a cura di), *S.r.l. Commentario dedicato a G.B. Portale*, cit., p. 644; ANGELILLIS e SANDRELLI, *Art. 2476*, in MARCHETTI, BIANCHI, GHEZZI, e NOTARI (diretto da), *Commentario alla riforma delle società*, Milano, 2008, p. 726; ma v. ZANARONE, *Della società*, cit., p. 1079 s.; CAPELLI, *La responsabilità degli amministratori di s.r.l.*, in DONATIVI (diretto da), *Trattato delle società*, cit., p. 576; per CAGNASSO, *La s.r.l. piccola*, cit., p. 120, nelle s.r.l. "aperte" la legittimazione individuale alla revoca giudiziale dell'amministratore non sussiste, a condizione che venga nominato l'organo di controllo interno; possibilista verso la derogabilità statutaria della legittimazione individuale, M. CIAN, *La struttura organizzativa*, cit., p. 779; ID., *S.r.l. PMI*, cit., p. 835; in senso contrario, MIOTTO, *op. cit.*, p. 870.

¹⁰⁴ Per l'inderogabilità del diritto individuale di controllo, tra gli altri, SCIUTO, *op. cit.*, p. 478; IBBA, *In tema di autonomia statutaria e norme inderogabili*, in G. CIAN (a cura di), *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, Padova, 2004, p. 147 ss.; in senso parte diverso, per la derogabilità in presenza dell'organo di controllo interno, v. ZANARONE, *Della società*, cit., p. 1291 ss.; ABRIANI, *Controllo individuale del socio e autonomia contrattuale nella società a responsabilità limitata*, in *Giur. comm.*, 2005, I, p. 173 s.; tale soluzione è ora diffusamente affermata con riguardo alle s.r.l. che emettono categorie di quote: ID., *I controlli*, in IBBA e MARASÀ (a cura di), *Le società*, cit., p. 2054 ss.; CORSO, *Le s.r.l. "aperte" al mercato tra governance societaria e diritti dei soci investitori*, Milano, 2021, p. 225 s., nt. 94, e p. 231; CAGNASSO, *La s.r.l. piccola*, cit., p. 120; cfr., inoltre, CAPELLI, *Il controllo individuale del socio di s.r.l.: il modello legale*, Milano, 2017, p. 227 ss.; EAD., *Il controllo dei soci*, in DONATIVI (diretto da), *Trattato delle società*, cit., III, Torino, 2022, p. 599 s.; Consiglio Notarile di Milano, Commissione Società, massima n. 176/2018; diversamente, per l'insopprimibilità del diritto individuale di controllo anche nella disciplina delle categorie di quote di s.r.l.-PMI, MIOTTO, *op. cit.*, p. 868 ss.; GUIDOTTI e ORCIANI, *op. cit.*, p. 524 s.

¹⁰⁵ ZANARONE, *Della società*, cit., p. 795 s.; FRIGENI, *Le fattispecie legali di recesso*, in DOLMETTA e PRESTI (a cura di), *S.r.l. Commentario dedicato a G.B. Portale*, cit., n. 9, p. 449 (ove ulteriori riferimenti); circa le categorie di quote di s.r.l.-PMI, ABRIANI, *Struttura finanziaria*, cit., p. 514.

¹⁰⁶ V. nt. 101.

¹⁰⁷ V. *supra*, par. 5.2, nt. 87.

propende per l'applicazione analogica della disciplina azionaria¹⁰⁸: per ragioni letterali (sostanziale identità tra l'art. 26, comma 2°, d.l. n. 179/12 e l'art. 2348, comma 1°, c.c.), sistematiche (maggior sedimentazione interpretativa del modello azionario) e teleologiche (sostanziale analogia tra la funzione svolta dai due istituti, ossia l'agevolazione della creazione di un mercato delle partecipazioni¹⁰⁹, per quanto, come osservato, nella s.r.l. la categorizzazione possa rispondere a funzioni diverse). La deroga espressa contenuta nel secondo comma dell'art. 26 d.l. n. 179/12 all'art. 2468, comma 3°, confermerebbe questa impostazione. Secondo l'impostazione maggioritaria, infatti, detta deroga andrebbe intesa come riconoscimento dell'autonomia delle categorie di quote quale strumento distinto di differenziazione dei diritti sociali, ulteriore rispetto ai diritti particolari¹¹⁰.

Parte della dottrina ha proposto, tuttavia, di riconoscere alle quote offerte tramite portali di *crowdfunding* un regime parzialmente autonomo, in ragione dell'apertura della compagine sociale a soci investitori e del possibile conflitto d'interessi tra questi ultimi – interessati a tutelare il capitale conferito, pur a fronte dell'eventuale assenza di poteri di intervento nella *governance* societaria – e i soci promotori – orientati al mantenimento del controllo anche dopo l'ampliamento della base sociale. In mancanza di un'espressa disciplina volta a operare un bilanciamento tra tali interessi¹¹¹, la regolazione è rimessa in larga misura all'autonomia statutaria. Ne

¹⁰⁸ V. ABU AWWAD, *op. cit.*, p. 242; oltre all'art. 2376 c.c. (su cui si rinvia a nt. 87), buona parte della letteratura propende per interpretazioni "correttive" della disciplina della s.r.l. che emette categorie di quote mediante l'applicazione delle regole azionarie: v., ad es., M. CIAN, *S.r.l. PMI*, cit., p. 853 ss.; BENAZZO, *Categorie*, cit., p. 1463 ss.; BRIZZI, *S.r.l. PMI*, cit., p. 244 ss. (a favore non di un'applicazione "in blocco" delle norme della s.p.a., bensì di una valutazione caso per caso dell'applicabilità di singoli istituti); CAGNASSO, *La s.r.l. aperta*, cit., p. 1225 (applicazione delle regole a tutela del socio della s.p.a. a tutte le società potenzialmente aperte); CORSO, *Le s.r.l. "aperte"*, cit., p. 92 ss., ma soltanto in maniera selettiva; per l'applicazione analogica delle regole azionarie a seguito della (obbligatoria) disattivazione statutaria delle prerogative organizzative individuali nelle s.r.l. che offrono le quote al pubblico, DI MARTINO, *op. cit.*, p. 1514 ss.; SANTOSUOSSO, *op. cit.*, p. 497; PEDERZINI e DE GOTTARDO, *op. cit.*, p. 304 s. (benché con cautela); RINALDO, *op. cit.*, p. 1531 ss. (scriminante è la presenza di quote "finanziarie"); in senso contrario al ricorso all'ibridazione interpretativa (se del caso, mediante la tecnica dell'analogia) con la s.p.a., CETRA, *op. cit.*, p. 829 ss.; SCIUTO, *op. cit.*, p. 547; SPOLAORE, *S.r.l.*, cit., p. 58 ss.; cfr., altresì, GUIDOTTI e ORCIANI, *op. cit.*, p. 523 ss.

¹⁰⁹ ABU AWWAD, *op. cit.*, p. 242 ss., anche per ulteriori riferimenti.

¹¹⁰ M. CIAN, *S.r.l. PMI*, cit., p. 831, secondo cui, mentre i diritti particolari possono essere conferiti (direttamente) solo in senso incrementale, i "diritti diversi" propri delle categorie di quote possono anche consistere in una riduzione di prerogative; SPERANZIN, *S.r.l. piccole-medie imprese*, cit., p. 353, il quale individua nella possibilità di creare categorie una «tecnica di diversificazione dei diritti» distinta rispetto all'attribuzione di diritti particolari; SCIUTO, *op. cit.*, p. 539; BRIZZI, *S.r.l. PMI*, cit., p. 63 spec. nt. 190; CORSO, *Le s.r.l. "aperte"*, cit., pp. 215 ss.; ma v. ABU AWWAD, *op. cit.*, p. 240.

¹¹¹ Per la ricostruzione del regime applicabile in difetto di apposite previsioni statutarie, tra gli altri, BRIZZI, *S.r.l. PMI*, cit., p. 252 ss.; SPOLAORE, *S.r.l.*, cit., p. 103 ss.

consegue che i limiti di questa potrebbero variare nelle s.r.l. *crowdfunded* rispetto al modello “chiuso” tradizionale.

In tale prospettiva, l’assetto partecipativo della s.r.l. *crowdfunded* potrebbe giustificare, *da un lato*, l’esclusione di diritti considerati normalmente indisponibili nella s.r.l. codicistica (ad es., del diritto individuale di controllo *ex art. 2476*, comma 2°, c.c., nei confronti del socio investitore, la cui ingerenza nella gestione risulterebbe sproporzionata rispetto all’entità e alla natura dell’apporto effettuato¹¹²); *dall’altro*, l’introduzione di prerogative inderogabili a tutela dell’investitore, laddove le stesse sarebbero, nel modello codicistico, soggette alla disponibilità statutaria.

In conclusione, i margini dell’autonomia statutaria possono variare in relazione a una s.r.l.-PMI “chiusa”, o a una s.r.l.-PMI *crowdfunded*. In altri termini, diritti normalmente intangibili nella prima potrebbero essere legittimamente modulati o, financo soppressi nella seconda; mentre prerogative soggette, nel modello codicistico tradizionale, alla disponibilità statutaria, potrebbero, nella prospettiva della società “aperta al pubblico” tramite portale, assumere una valenza inderogabile, funzionale a garantire un livello minimo di protezione del socio investitore.

6.2. *Analisi dei dati empirici.*

Il riconoscimento della legittimità delle categorie di quote con diritti “atipici” trova conferma empirica. Nel campione analizzato emerge, infatti, un’ampia varietà di categorie partecipative, il cui contenuto eccede le fattispecie tipiche dell’art. 26, comma 3°, d.l. n. 179/12. Per esigenze di sintesi, tali ipotesi – che rappresentano circa il 20% del totale – sono state ricondotte alla variabile “categorie di quote aventi contenuto o variazioni ulteriori rispetto al regime legale” (grafico n. 9).

¹¹² V. *supra*, nt. 104.

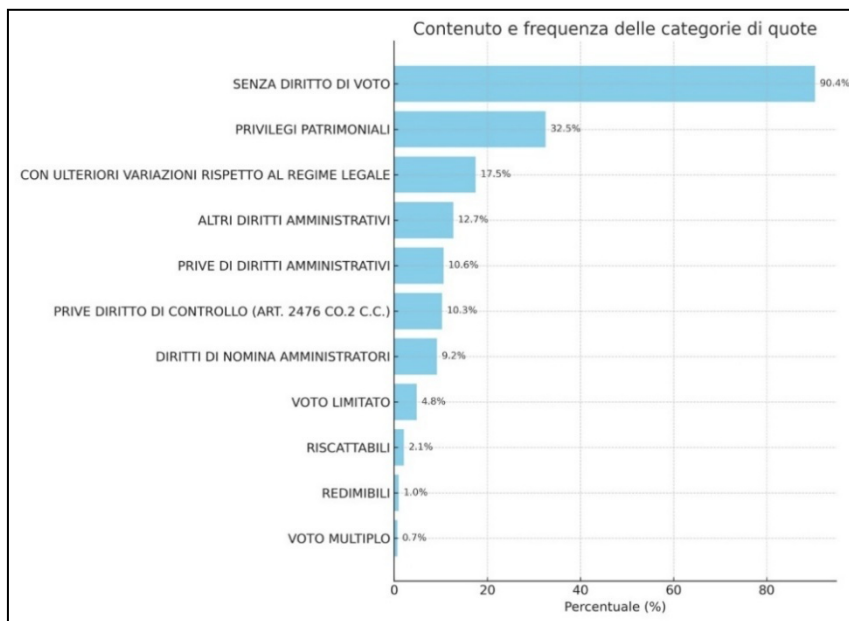


Grafico n. 9

Un dato di particolare rilievo riguarda la diffusione delle quote prive del diritto di voto: su 292 società, 264 (90,4%) hanno emesso almeno una categoria di quote che non attribuisce il diritto di voto. Ciò riflette l'intento dei soci "originari" di conservare il controllo gestionale e decisionale, relegando i soci "investitori" – destinatari delle quote prive di voto – a una posizione meramente finanziaria. Parte della dottrina, tuttavia, ritiene che la privazione del voto non possa comunque estendersi alle competenze inderogabili dei soci investitori, né incidere sulle posizioni giuridiche – indisponibili – ad esso collegate, quali il diritto di intervento o il diritto a prestare il proprio consenso individuale nei confronti di deliberazioni collegiali che incidono sulla posizione individuale del socio¹¹³. Ciò conduce a interrogarsi sul significato della formula «prive di diritti amministrativi», utilizzata in alcuni statuti per identificare il contenuto della categoria, e sulla sua effettiva estensione a tali prerogative¹¹⁴.

¹¹³ SPERANZIN, *S.r.l. piccole-medie imprese*, cit., p. 351 s.

¹¹⁴ Di converso, ci si potrebbe chiedere quale sia la sorte degli altri diritti amministrativi connessi al diritto di voto, qualora lo statuto, pur eliminando il diritto di voto, non preveda espressamente la loro privazione, ovvero non figurino categorie «prive di diritti amministrativi»: in argomento, cfr. M. CIAN, *S.r.l. PMI*, cit., p. 855 s., per il quale i titolari di categorie di quote prive del diritto di voto (purché «serializzate» o «collocate mediante portale») non potrebbero intervenire in assemblea né impugnare le delibere; BENAZZO, *Categorie*, cit., p.

L'incidenza statistica di questa clausola è comunque modesta (31 casi, 10,62%) e sembra correlata al portale attraverso il quale è stata condotta la campagna di *crowdfunding*: quasi i $\frac{3}{4}$ delle operazioni che la prevedono sono concentrate in tre piattaforme, una delle quali specializzata in progetti immobiliari, settore dove la clausola è più frequente (tabella n. 3).

Tabella n. 3			
SETTORE IMMOBILIARE	SONO EMESSE CATEGORIE DI QUOTE PRIVE DI DIRITTI AMMINISTRATIVI?		
	0	1	Total
0	234	17	251
	93.23	6.77	100.00
	89.66	54.84	85.96
	80.14	5.82	85.96
1	27	14	41
	65.85	34.15	100.00
	10.34	45.16	14.04
	9.25	4.79	14.04
Total	261	31	292
	89.38	10.62	100.00
	100.00	100.00	100.00
	89.38	10.62	100.00

La prima riga mostra le frequenze assolute (cioè il numero di casi).

La seconda riga riporta le percentuali calcolate rispetto al totale della riga.

La terza riga riporta le percentuali calcolate rispetto al totale della colonna

La quarta riga indica le percentuali calcolate rispetto al totale complessivo della tabella.

Di portata quantitativamente contenuta è anche la previsione di privilegi patrimoniali di categoria – ad esempio, distribuzione preferenziale degli utili – come contropartita della privazione del voto. Tra le 264 s.r.l. che hanno previsto categorie di quote senza voto, solo 90 (34,09%) hanno introdotto categorie di quote con privilegi patrimoniali; e in appena 33 casi le due previsioni coincidono nella stessa categoria¹¹⁵; nei restanti casi, non può escludersi invece che la privazione del diritto di voto e l'attribuzione del

1471 (l'esclusione del diritto di voto comporterebbe il venir meno pure dei diritti connessi, quali il diritto di intervento e il diritto di impugnazione, ma sarebbe allora necessaria la nomina di un organo di controllo interno); così, anche DI MARTINO, *op. cit.*, p. 1515 s.; secondo CAGNASSO, *La s.r.l. piccola*, cit., p. 117 ss. qualora le categorie senza voto vengano offerte al pubblico, non spettano il diritto di intervenire in assemblea, il diritto di controllo individuale, il diritto di impugnare le delibere (sostituito da un rimedio risarcitorio), il diritto di promuovere l'azione di responsabilità e di revoca (purché vi sia l'organo di controllo interno), ma compete il diritto di denuncia *ex art.* 2408 c.c.; in senso opposto, SPERANZIN, *S.r.l. piccole-medie imprese*, cit., p. 351 s.; MIOTTO, *op. cit.*, p. 863 ss.

¹¹⁵ Si tratta, infatti, dei casi nei quali la società ha emesso, oltre alle quote ordinarie, soltanto una categoria di quote speciali.

privilegio patrimoniale afferiscano a categorie di quote tra loro distinte¹¹⁶. Ciò indica che la perdita del voto non è sistematicamente compensata da vantaggi economici¹¹⁷. Viceversa, nei casi (32,5%) in cui sono presenti categorie con privilegi patrimoniali, il 94,7% delle società prevede anche quote prive del diritto di voto. In sintesi, sebbene la privazione del voto non implichi necessariamente l’attribuzione di un vantaggio patrimoniale, la presenza di un privilegio patrimoniale si associa quasi invariabilmente alla previsione di categorie quote senza diritto di voto, evidenziando così una asimmetria direzionale nella correlazione tra le due variabili (tabella n. 4). Tale dato, di per sé, non è sorprendente, atteso che le categorie senza diritto di voto ammontano al 90% del totale del campione.

Tabella n. 4			
SONO EMESSE CATEGORIE DI QUOTE SENZA DIRITTO DI VOTO?	SONO EMESSE CATEGORIE DI QUOTE PRIVILEGIATE NEI DIRITTI PATRIMONIALI?		
	0	1	Total
0	23	5	28
	82.14	17.86	100.00
	11.68	5.26	9.59
	7.88	1.71	9.59
1	174	90	264
	65.91	34.09	100.00
	88.32	94.74	90.41
	59.59	30.82	90.41
Total	197	95	292
	67.47	32.53	100.00
	100.00	100.00	100.00
	67.47	32.53	100.00

La prima riga mostra le frequenze assolute (cioè il numero di casi).

La seconda riga riporta le percentuali calcolate rispetto al totale della riga.

La terza riga riporta le percentuali calcolate rispetto al totale della colonna

La quarta riga indica le percentuali calcolate rispetto al totale complessivo della tabella.

Un distinto discorso riguarda le categorie prive del diritto individuale di controllo *ex art. 2476*, comma 2°, c.c. Parte della dottrina ritiene che, nelle s.r.l. *crowdfunded*, l’esclusione di tale diritto costituisca una regola di *default*, non richiedendo quindi una clausola espressa, in considerazione del potenziale effetto interferente che l’esercizio del controllo individuale da

¹¹⁶ Nel senso che, ad esempio, la società Alfa s.r.l. ha emesso tre categorie di quote – “A” ordinarie, “B” prive del diritto di voto e “C” con maggiorazione dei dividendi – anziché quote “A” ordinarie e “B” prive del diritto di voto e con maggiorazione dei dividendi.

¹¹⁷ Si consideri anche il dato comparatistico richiamato da SPERANZIN, *S.r.l. piccole-medie imprese*, cit., p. 355, spec. nt. 92: il sistema spagnolo dispone l’attribuzione di privilegi patrimoniali alle quote prive di diritto di voto (artt. 98 ss. del *Texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital*); cfr. CORSO, *Le s.r.l. “aperte”*, cit., p. 194.

parte dei soci “investitori” potrebbe produrre sull’operatività della gestione. Se così fosse, i 30 casi (10,3%) di esclusione statutaria avrebbero scarso rilievo. Se si considera necessaria, invece, una previsione espressa, il dato attesterebbe una diffusione limitata di tale clausola e, nella maggior parte dei casi, la permanenza del diritto di controllo in capo agli investitori. Considerando anche le categorie «prive di diritti amministrativi», nelle quali il diritto di controllo potrebbe rientrare implicitamente, l’esclusione effettiva di tale prerogativa si attesterebbe intorno al 21% del campione.

7. Conclusioni e prospettive future.

I più significativi dati emersi attengono anzi tutto alle caratteristiche estrinseche delle partecipazioni offerte mediante *crowdfunding*, così riassumibili:

(i) l’offerta di quote mediante *crowdfunding* è nella quasi totalità dei casi accompagnata dall’emissione di categorie di quote (par. 4.2);

(ii) in circa 2/3 dei casi, tali quote sono rette dai meccanismi di categoria propri del modello azionario, nella misura in cui viene esplicitamente richiamato l’art. 2376 c.c. (par. 5.2);

(iii) l’emissione di categorie di quote standardizzate, per contro, è di fatto assente (1,36%) (par. 5.2).

Da tutto ciò si evince che, mentre la categorizzazione appare un elemento coesistente al *crowdfunding*, sicché non pare potersi negare l’esistenza di un nesso funzionale tra i due¹¹⁸ – sebbene non sia possibile determinare in che misura esso rilevi in quanto tale (indipendentemente da altre variabili) e sebbene non sia stato (ancora) possibile accertare con che frequenza la categorizzazione si verifichi, in concreto, al di fuori del *crowdfunding* – la standardizzazione delle quote di s.r.l. è per contro un fattore del tutto irrilevante nel fenomeno del *crowdfunding*.

Tale risultanza può prestarsi a due interpretazioni. Si può ritenere che l’offerta di partecipazioni di s.r.l. mediante *crowdfunding* non equivalga a un’offerta al pubblico di *titoli*, vale a dire di strumenti finanziari standardizzati sottoposti alle regole proprie dei titoli di credito, e che pertanto coinvolga interessi differenti da quelli tipicamente tutelati dalla disciplina del mercato – primario e secondario¹¹⁹; *oppure* si è costretti a concludere che la standardizzazione, contrariamente a un criptotipo molto radicato, sia in realtà alquanto indifferente ai fini della creazione del mercato: per lo meno

¹¹⁸ V. *supra*, par. 4.

¹¹⁹ V. *supra*, par. 1, nt. 18.

per quello primario, al quale può eventualmente (e attecnicamente) essere accostata l'offerta di quote mediante *crowdfunding* (tenuto altresì presente che non sono disponibili sufficienti dati relativi al mercato secondario delle quote offerte su piattaforme di *crowdfunding*). Anche sotto questo profilo, un ulteriore sviluppo della ricerca dovrebbe orientarsi ad accertare se tale tecnica trovi o meno riscontro nelle s.r.l. che non facciano ricorso al *crowdfunding*.

Ad ogni modo, sembra decisamente opportuno un ridimensionamento degli entusiasmi manifestati da parte della dottrina in ordine alla prospettiva della standardizzazione delle categorie di quote di s.r.l. e, probabilmente, della loro dematerializzazione, atteso che il sovente richiamato avvicinamento al modello (para-)azionario¹²⁰ pare, ad oggi, mancare in concreto.

Sotto questo ultimo profilo, assume un certo rilievo la ricorrente pattuizione statutaria dell'applicabilità dell'art. 2376 c.c. alle categorie di quote non standardizzate: non solo la prassi mostra di servirsi stabilmente dell'istituto delle assemblee speciali, ma tale previsione pare altresì effettivamente correlata (benché – ripetesi – sia impossibile determinare la direzione del nesso eziologico) al successo/insuccesso della campagna. Da questo punto di vista, l'autonomia statutaria pare voler perseguire il c.d. *best of both worlds*: la finalità è non solo e non tanto quella di modulare il contenuto partecipativo in senso derogatorio rispetto alle quote ordinarie, per adeguarlo alle esigenze avvertite nella raccolta *online* (: effetto già derivante con il ricorso ai diritti particolari, se del caso *per relationem*), bensì quella di utilizzare, a tal fine, la tecnica delle categorie e delle assemblee speciali nota al diritto azionario che consente di modificare, *a posteriori*, i diritti di categoria anche senza il consenso individuale dei singoli soci (a differenza del regime dei diritti particolari), mantenendosi però ancorati al modello personalistico della struttura finanziaria della s.r.l., nella parte in cui non viene adottata la standardizzazione.

Detta conclusione sembra trovare una chiara conferma anche sul piano dei contenuti intrinseci delle categorie di quote emesse (par. 6.2). Come visto, in oltre il 90% dei casi si ricorre a categorie senza diritto di voto, che, nella maggioranza dei casi, non sono associate al riconoscimento di privilegi patrimoniali. Nonostante il fatto che soltanto nel 10% dei casi viene prevista l'emissione di categorie di quote prive di diritto controllo individuale – dato da leggere anche alla luce delle tesi per cui siffatto diritto non spetta ai soci *crowdfunder* in via automatica, anche senza necessità di un'ablazione espressa – in un contesto nel quale in oltre il 50% dei casi la maggioranza

¹²⁰ V. *supra*, par. 1, nt. 16 e par. 5.1.

aritmetica del capitale società è nelle mani di singolo socio (e in più del 75% ricorre la presenza di almeno un socio titolare di 1/3 del capitale sociale) (par. 3.3), pare nel complesso uscirne confermata l'idea per cui la s.r.l. *crowdfunded* continui a essere “cosa” dei soci “imprenditori” che l'hanno costituita.