
Diritto dell'impresa

a cura di Oreste Cagnasso e Maurizio Irrera

Portale *on line* e raccolta di capitali di rischio *

Online Portal and Venture Capital Gathering

Oreste Cagnasso **

ABSTRACT

Il portale *on line*, nell'ambito della disciplina del *crowdfunding*, consente un "dialogo" tra la società offerente e gli investitori sotto la "direzione" di un gestore e la vicinanza della Consob. Attraverso di esso, ad opera del gestore, vengono veicolate informazioni sull'offerente e sull'offerta, nonché sullo stesso investitore e sul gestore. Tra di esse particolare rilievo assumono quelle relative al diritto di recesso e/o di co-vendita in caso di cambiamento del controllo dell'offerente.

PAROLE CHIAVE: *crowdfunding* – portale *on line* – recesso.

The online portal, in the context of the legal discipline of crowdfunding, enables a "dialogue" between the offering company and the investors under the "guide" of an operator and the proximity of the Consob. By means of it, as a result of the operator intervention, the information on the offering company and on the offer, as well as the information on the very investor and on the operator, is conveyed. Among such pieces of information, those related to the right of the shareholder to resign from membership and/or the right of co-selling in the case the control of the offering company changes are those of greatest importance.

KEYWORDS: *crowdfunding* – online portal – resignation from membership.

* Relazione tenuta in occasione del X Convegno annuale dell'associazione italiana dei professori universitari di Diritto commerciale "Orizzonti del Diritto commerciale" sul tema "L'evoluzione tecnologica e il diritto commerciale" – Roma, 22-23 febbraio 2019.

** Professore emerito di Diritto commerciale presso l'Università di Torino, straordinario presso la *Link Campus University* di Roma.

SOMMARIO:

1. Premessa. – 2. L’oggetto dell’informazione tramite il portale. – 2.1. L’offerente. – 2.2. L’offerta. – 2.3. L’investitore. – 3. Le informazioni relative al diritto di recesso dall’ordine di adesione, alla sua revoca, al recesso o alla co-vendita in caso di trasferimento del controllo. – 4. Il diritto di recesso o di co-vendita. – 5.1. Il diritto di recesso: la qualificazione. – 5.2. La disciplina. – 5.3. La fattispecie. – 6. La clausola di co-vendita. – 7. Il diritto di recesso in caso di trasferimento del controllo e in ipotesi di inizio o cessazione dell’attività di eterodirezione. – 8. Diritto di recesso e tutela degli investitori.

1. Premessa

Il Regolamento Consob sulla raccolta di capitali di rischio tramite portali *on-line*, nella sua ultima versione di cui alla delibera n. 20264 del 17 gennaio 2018, all’interno dell’art. 2, definisce il portale “*la piattaforma on line che ha come finalità esclusiva la facilitazione della raccolta di capitali di rischio da parte degli offerenti*”. Il portale *on line* è certamente al centro di quel particolare canale di raccolta di capitali che è il *crowdfunding*¹. Come è noto, la pri-

¹Sul *crowdfunding* v., in particolare, CAPELLI, *Brevissime considerazioni sull’equity based crowdfunding*, in *Riv. dir. bancario*, 2014, p. 1 ss.; OTTOLIA, *L’ equity crowdfunding tra incentivi al recepimento del capitale di rischio per start up innovative e responsabilità*, in *Diritto delle banche e dei mercati finanziari*, 2014, I, p. 40 ss.; VITALI, *Equity crowdfunding: la nuova frontiera della raccolta del capitale di rischio*, in *Riv. soc.*, 2014, p. 371 ss.; FERRARINI, *I costi dell’informazione societaria per le P.M.I.: mercati alternativi, crowdfunding e mercati privati*, in *Società, banche e crisi d’impresa. Liber amicorum Pietro Abbadessa*, 3, Torino, 2014, p. 2077 ss., *ivi* p. 2089 ss.; GUACCERO, *La start up innovativa in forma di società a responsabilità limitata: raccolta del capitale di rischio ed equity crowdfunding*, in *Impresa e mercato. Studi dedicati a Mario Libertini*, I, Milano, p. 245 ss.; KLÖHN, HORNUF, SCHILLING, *The Regulation of Crowdfunding in the German Small Investor Protection Act*, in *Riv. dir. soc.*, 2015, p. 767 ss.; FREGONARA, *L’“equity based crowdfunding”: un nuovo modello di finanziamento per le “start up” innovative*, in *Giur. it.*, 2016, p. 2287 ss.; ACCETTELLA, CIOCCA, *Emittente e portale nelle equity-based crowdfunding*, in *Giur. comm.*, 2017, I, p. 237 ss.; DE LUCA, FURNARI, GENTILE, voce *Equity crowdfunding*, in *Digesto delle discipline privatistiche. Sezione commerciale. Aggiornamento*, Torino, 2017, p. 159 ss.; GIANNELLI, MATINO, *Offerte al pubblico di prodotti finanziari*, in P. SFAMENI, A. GIANNELLI, *Diritto degli intermediari e dei mercati finanziari*, III ed., Milano, 2018, p. 339 ss.; DENTAMARO, *Le offerte condotte esclusivamente sul portale e gli strumenti a diretta tutela dell’investimento non professionale*, in *Riv. dir. impresa*, 2017, p. 539 ss.; ID., *Equity crowdfunding, trasferimento del controllo e strumenti a difesa dell’investitore, qualche problema applicativo?*, in *Giust. civ. comm.*, 2017, p. 1 ss.; LAUDONIO, *Equity based crowdfunding. La protezione degli investitori nel prisma delle legislazioni europee e latino-americane* (che ho potuto consultare alla cortesia dell’Autore).

Occorre poi ricordare la proposta di Regolamento del *crowdfunding* della Commissione UE dell’8 marzo 2018, che contiene agli artt. 14 ss. un’analitica disciplina della trasparenza: il

ma disciplina di tale innovativo strumento risale al 2012 e concerneva esclusivamente le *start up* innovative; nel 2015 è stata estesa alle P.M.I. innovative; nel 2016 a tutte le P.M.I. Oggi possono avvalersi del *crowdfunding* le società *start up* innovative, le P.M.I. innovative, le P.M.I., l'Organismo di investimento collettivo del risparmio che investe prevalentemente in P.M.I., le società di capitali che investono prevalentemente in P.M.I. Le offerte attraverso tale canale possono avere per oggetto le azioni o le quote rappresentative del capitale delle società ora richiamate².

L'evoluzione tecnologica, ed in particolare internet hanno consentito la creazione di una modalità della raccolta di capitali, oggi ancora poco diffusa in Italia, ma che va rapidamente "espandendosi" e, per contro, assai utilizzata in altri Paesi, quali gli Stati Uniti e la Cina. Il portale consente un "dialogo" tra la società offerente e gli investitori con l'"intervento" di un gestore e la vigilanza della Consob.

Attraverso il portale ad opera del gestore vengono veicolate informazioni sull'offerente e sull'offerta, nonché sullo stesso investitore. Mi pare di interesse, analizzando la disciplina del TUF (così come modificato da ultimo dal d.lgs. 3 agosto 2017, n. 129) e soprattutto del Regolamento Consob, cercare di individuare il contenuto di tali informazioni, per poi concentrare l'attenzione su un profilo particolare, relativo al diritto di recesso e/o di covendita delle partecipazioni in caso di cambiamento del controllo nell'offerente.

Seguendo una linea di evoluzione resa possibile e in qualche misura im-

primo paragrafo si apre con la regola: "*tutte le informazioni ... che i fornitori di servizi di crowdfunding forniscono a clienti o potenziali clienti su se stessi, sui costi e gli oneri connessi ai servizi di crowdfunding o agli investimenti, sulle condizioni del crowdfunding, compresi i criteri di selezione dei progetti, o sulla natura dei rischi connessi ai propri servizi sono chiare, comprensibili, complete e corrette*". Nella Relazione alla proposta di Regolamento si legge: "*in quanto nuova forma di servizio finanziario resa possibile dalla tecnologia, il crowdfunding può aiutare ad abbinare meglio gli investitori e i progetti di attività che hanno bisogno di un finanziamento. Le piattaforme di crowdfunding agiscono da intermediari tra gli investitori e le imprese, consentendo ai primi di individuare più agevolmente i progetti di loro interesse e sostenerli. Il crowdfunding può diventare un'importante fonte di finanziamento non bancario e contribuire così a progredire verso il conseguimento degli obiettivi generali dell'Unione dei mercati dei capitali*".

² La legge 30 dicembre 2018, n. 145, contenente il bilancio di previsione dello Stato, ha esteso l'oggetto del *crowdfunding* alla raccolta di finanziamenti tramite obbligazioni o strumenti finanziari di debito da parte delle PMI. La sottoscrizione di obbligazioni o di titoli di debito è riservata, nei limiti stabiliti dal Codice Civile, agli investitori professionali e a particolari categorie di investitori eventualmente individuate dalla Consob ed è effettuata in una sezione del portale diversa da quella in cui si svolge la raccolta del capitale di rischio. Così dispongono i commi 236 e 238 dell'art. 1 della legge ora richiamata.

sta dalle nuove tecnologie l'informazione diviene sempre più standardizzata ed impersonale e naturalmente ciò comporta una serie di interrogativi: in particolare, il problema dell'aggiornamento, della possibilità da parte dell'investitore di acquisire ulteriori informazioni, del coordinamento tra più strumenti di informazione.

2. L'oggetto dell'informazione tramite il portale

All'interno del titolo III del Regolamento Consob dedicato alle regole di condotta del gestore, gli artt. 14-16 disciplinano, rispettivamente, il contenuto delle informazioni relative alla gestione del portale, all'investimento in strumenti finanziari, alle singole offerte.

Il gestore deve fornire agli investitori, in forma sintetica e facilmente comprensibile, anche mediante l'utilizzo di tecniche multimediali, una serie di indicazioni relative all'investimento in strumenti finanziari tramite portali: così dispone il comma 1 dell'art. 15 del Regolamento. La norma introduce, come si può constatare, due criteri di carattere generale con riferimento all'obiettivo, da un lato, della sinteticità e, dall'altro, della chiarezza e anzi della facile comprensione. Un'ulteriore finalità è sottolineata nella parte finale dell'allegato 3 ove si legge: *“le informazioni sono altresì rappresentate in modo da consentire la comparabilità delle offerte svolte tramite il portale”*. Sinteticità e chiarezza, facile comprensibilità, *“utilizzo di un linguaggio non tecnico e gergale”* (come si legge nella parte finale dell'allegato 3) debbono consentire all'investitore, non solo di avere un'informazione completa e accessibile relativa alla singola offerta, ma anche, e direi soprattutto, di poter comparare le varie offerte risultanti dal portale. In un contesto dove non è presente un soggetto che offra consulenze al fine di consentire all'investitore una scelta consapevole tra più strumenti finanziari, il gestore del portale deve raggiungere tale obiettivo attraverso le informazioni fornite dallo stesso e anche le modalità con cui vengono presentate.

Si prevede la possibilità di utilizzo di tecniche multimediali e quindi la presenza contestuale di notizie fornite con strumenti differenti, quali linguaggio, immagini, video, suoni e animazioni. Probabilmente è possibile e forse auspicabile la presenza di modalità che permettono l'interattività del portale e quindi la possibilità per il visitatore di interagire con lo stesso.

Significativamente l'art. 15 del Regolamento Consob, nell'elencare le informazioni relative all'investimento in strumenti finanziari tramite portali, ne sottolinea il carattere non esaustivo. Quindi sussiste la possibilità di inserirne

ulteriori, con ciò distinguendosi lo strumento informativo in esame da quelli di pubblicità legale, caratterizzati dalla tipicità delle informazioni previste.

Nell'esaminare le singole indicazioni che debbono essere presenti sul portale e che la Consob nel Regolamento e nell'allegato 3 individua con elencazioni molto analitiche pare necessario, al fine di coglierne il contenuto, procedere ad una classificazione, distinguendo tra quelle relative all'offerente, all'offerta ed all'investitore.

2.1. L'offerente

Come si è già ricordato e come risulta dalla definizione contenuta nell'art. 2, comma 1, lett. c) del Regolamento Consob, offerenti possono essere le P.M.I., le società *start up* innovative, le P.M.I. innovative, gli Organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR) e le società di capitali che investono prevalentemente in P.M.I. Si tratta di società di capitali o di cooperative, con nettissima prevalenza nella prassi delle S.r.l.

Le informazioni concernono, da un lato, l'attività di impresa svolta dall'offerente e, dall'altro, la *governance* del medesimo. Inoltre, deve risultare "*l'indicazione del collegamento ipertestuale al sito internet dell'offerente*": così dispone l'art. 3, lett. a) dell'allegato 3 al Regolamento Consob. L'espresso richiamo al sito internet sembra da sottolineare, anche perché in tal modo risulta immediata la presenza di due strumenti di informazione e del loro necessario collegamento.

In ordine all'attività di impresa, il portale deve contenere la descrizione del progetto industriale, nonché del relativo *business plan*. Inoltre, "*con riferimento all'informativa contabile, ove disponibili, dovranno essere riportati i dati essenziali al 31 dicembre precedente all'inizio dell'offerta relativi al fatturato, ai margini operativi lordo e netto, all'utile d'esercizio, al totale attivo, al rapporto fra immobilizzazioni immateriali e il totale attivo, alla posizione finanziaria netta. Per l'informativa contabile completa dovrà essere espressamente indicato il collegamento ipertestuale diretto*". Ancora una volta il Regolamento rinvia ad informazioni risultanti dal sito internet o dal registro delle imprese (cfr. allegato 3, art. 3, lett. a)³.

³ Il portale *on line* costituisce indubbiamente uno strumento informativo: sotto questo profilo potrebbe essere paragonato al Registro delle Imprese. Tuttavia, al di là delle differenze "tecniche" relative all'uno e all'altro, occorre sottolineare come il portale abbia una fondamentale funzione di "intermediazione". In altre parole, mentre il Registro delle Imprese ha carattere, per così dire, "unidirezionale" (imponendo agli imprenditori di fornire determinate informazioni a favore della collettività), il portale presenta un connotato, per così dire, "bidirezionale",

Sotto il profilo della *governance* debbono risultare le informazioni sull'organo amministrativo e sugli amministratori, con i *curricula vitae*, sull'organo di controllo e sul soggetto incaricato della revisione legale dei conti, ove presenti, nonché su eventuali consulenti di cui si sia avvalsa l'offerente in relazione all'offerta (cfr. art. 3, lett. *b* e artt. 6-8 dell'allegato 3).

consentendo agli offerenti di fornire informazioni su di loro o sull'offerta ed agli investitori di fornire a loro volta informazioni sul grado della loro "preparazione" ad investire nonché di trasmettere la loro eventuale sottoscrizione delle partecipazioni offerte. Consente altresì al gestore del portale di fornire le informazioni imposte dal Regolamento Consob in ordine a se stesso, all'attività svolta e ad una serie di altre circostanze. Si tratta quindi di uno strumento di "dialogo", che vede coinvolti tutti e tre i protagonisti del *crowdfunding*: offerenti, investitori, gestore del portale.

Quest'ultimo ha compiti complessi, analiticamente individuati dal Regolamento Consob, che prendono le mosse, dal lato delle offerte, dalla loro selezione e dall'acquisizione delle informazioni da parte degli offerenti. Il gestore non ha il compito, né avrebbe la possibilità di controllare la veridicità delle informazioni provenienti dall'offerente. Dal momento che il Regolamento prevede analiticamente le informazioni che debbono essere presenti sia relative all'offerente, sia relative all'offerta, nonché le modalità con cui debbono essere presentate (sinteticità, chiarezza, comprensibilità) credo che sia dovere del gestore verificare la completezza e la chiarezza delle informazioni acquisite dall'offerente.

Il Regolamento prevede le informazioni che debbono essere necessariamente presenti, ma espressamente si tratta di un'elencazione non esaustiva. Pertanto l'offerente può introdurre ulteriori informazioni, sempre rispettando il criterio della sinteticità e chiarezza, e il gestore può a sua volta richiedere ulteriori informazioni. Sotto questo profilo la disciplina del portale si contrappone a quella del Registro delle Imprese, per cui vale il principio di tipicità del suo contenuto.

La disciplina contenuta nel Regolamento e prima ancora quella del T.U.F. si sofferma ampiamente sul tema dei conflitti di interesse e sui presidi che il gestore deve adottare, nonché sull'informazione relativa ad essi.

Ulteriore obbligo importante del gestore è quello relativo alla sua neutralità nella presentazione delle offerte, così da non influenzare gli investitori. Sotto questo profilo, netta è la differenza con il Registro delle Imprese che offre informazioni provenienti da un singolo imprenditore, mentre il portale contiene contestualmente più offerte e quindi dati relativi a una pluralità di imprenditori, così da consentire all'investitore di effettuare una scelta.

Il portale deve altresì offrire informazioni sulle modalità dei reclami e sulla risoluzione delle controversie, nonché dati aggregati sulle offerte ed indicare il collegamento con altri strumenti di pubblicità. Spetta al gestore verificare il rispetto delle condizioni previste dal legislatore e dal Regolamento in ordine alle offerte.

Dal lato della domanda, il gestore del portale deve acquisire le informazioni necessarie per verificare il grado di conoscenza e di propensione al rischio degli investitori. Deve poi fornire una serie di indicazioni che riguardano "avvertenze" per l'investitore, nel caso in cui vi siano rischi di particolare intensità.

Sui compiti e le responsabilità del gestore v. in particolare LAUDONIO, *Equity Based crowdfunding*, cit.

2.2. L'offerta

L'offerta al pubblico condotta attraverso uno o più portali per la raccolta di capitali di rischio può avere ad oggetto, quali strumenti finanziari, le azioni e le quote rappresentative del capitale sociale o degli OICR (cfr. le definizioni contenute nell'art. 2, comma 1, lett. *g* e *h*). Le informazioni possono essere raggruppate in quattro ambiti:

- la descrizione dei rischi;
- l'indicazione dei diritti spettanti all'investitore;
- le regole societarie e fallimentari applicabili all'offerente;
- la descrizione dei caratteri della singola offerta.

Il gestore fornisce agli investitori le informazioni relative sia al rischio di perdita dell'intero capitale investito, sia al rischio di illiquidità (art. 15, comma 1, lett. *a* e *b* del Regolamento)⁴.

Debbono poi essere fornite indicazioni concernenti la posizione collegata alle azioni o quote oggetto di offerta. In particolare dovrà essere ricordato all'investitore il divieto di distribuzione di utili previsto per le *start up* innovative e il trattamento fiscale dell'investimento (art. 15, comma 1, lett. *c* e *d* del Regolamento). Dovrà altresì essere richiamato il diritto di recesso dell'investitore *retail* dall'ordine di adesione, senza spesa, tramite comunicazione al gestore, entro sette giorni dalla data dell'ordine (art. 15, comma 1, lett. *g* e art. 13, comma 5 del Regolamento).

Il portale dovrà altresì richiamare le deroghe al diritto societario ed al diritto fallimentare previste dall'art. 26 e dall'art. 31 del decreto del 2012 e quindi per le P.M.I. le varie deroghe alla disciplina delle S.r.l. e per le *start up* innovative la non sottoposizione al fallimento (art. 15, comma 1, lett. *e*).

Assai analitiche sono le informazioni relative all'offerta elencate dall'art. 4 dell'allegato 3 al Regolamento: le condizioni generali; la quota eventualmente già sottoscritta dagli investitori professionali; costi o commissioni a carico dell'investitore; corrispettivi, spese o oneri in presenza del regime alternativo di trasferimento delle quote; trattamento fiscale degli investimenti; modalità di esecuzione degli ordini e di restituzione dei fondi in caso di recesso o di man-

⁴ L'allegato 3 del Regolamento si apre con un'avvertenza del seguente tenore: “*il gestore assicura che per ciascuna offerta sia preliminarmente riportata con evidenza grafica la seguente avvertenza: le informazioni sull'offerta non sono sottoposte ad approvazione da parte della Consob. L'offerente è l'esclusivo responsabile della completezza e della veridicità dei dati e delle informazioni dallo stesso fornite. Si richiama inoltre l'attenzione dell'investitore che l'investimento, anche mediante OICR o società che investono prevalentemente in strumenti finanziari emessi da P.M.I., è illiquido e connotato da un rischio molto alto*”.

cato perfezionamento dell'offerta; informazioni sui conflitti di interesse, in particolare derivanti dai rapporti tra offerenti e gestore del portale; legge applicabile; Foro competente; lingua o lingue utilizzate.

Come si è già osservato e risulta testualmente dall'*incipit* dell'art. 15 del Regolamento, possono essere introdotte ulteriori informazioni, non avendo carattere esaustivo l'elenco predisposto. Quali saranno i criteri da utilizzare nel loro inserimento? Il parallelo con la disciplina del bilancio d'esercizio non pare utilizzabile⁵: in questo caso il legislatore impone informazioni complementari rispetto ad uno schema predefinito al fine di raggiungere nel caso concreto l'obiettivo della chiarezza e quindi della completezza e intelligibilità dell'informazione. Nel caso di specie invece il Regolamento impone al gestore del portale di rendere disponibili sul portale "*tutte le informazioni riguardanti l'offerta che sono fornite dall'offerente affinché gli investitori possano ragionevolmente e compiutamente comprendere la natura dell'investimento, il tipo di strumenti finanziari offerti ed i rischi ad essi connessi e prendere le decisioni in materia di investimenti in modo consapevole*" (art. 13, comma 2). In altre parole, il compito del gestore è quello di "veicolare" le informazioni fornite dall'offerente effettuando, in primo luogo, una valutazione in ordine alla loro completezza (debbono essere presenti tutte le indicazioni previste dal Regolamento) e, in secondo luogo, di inserirle attraverso il filtro costituito da una valutazione delle stesse e da una loro rappresentazione che consenta un'informazione "*dettagliata, corretta e chiara*" (art. 13, comma 2, cit.).

Un ulteriore profilo, collegato alla tecnologia di internet, è la possibilità e anzi l'obbligo in certi casi di aggiornare le informazioni contenute sul sito. In particolare, come si è già ricordato, dovranno essere fornite periodicamente le informazioni sullo stato dell'adesione, l'ammontare sottoscritto e il numero di aderenti.

Inoltre, come fatto palese da una serie di richiami, alcune informazioni vengono date con rinvio al sito internet dell'offerente o al Registro delle Imprese. Il che pone il problema della presenza di una pluralità di fonti, del loro collegamento ed anche di eventuali contenuti contrastanti.

2.3. L'investitore

Gli investitori vengono suddivisi in due gruppi, a seconda che siano professionali o diversi da questi ultimi. Con riferimento agli investitori non profes-

⁵Sul principio di chiarezza mi sia consentito di rinviare a CAGNASSO, in *Il bilancio d'esercizio*, a cura di O. Cagnasso, L. De Angelis, G. Racugno, in *Il Codice Civile Commentario*, fondato e già diretto da P. Schlesinger, continuato da F.D. Busnelli, Milano, 2018, p. 71 ss.

sionali il gestore deve assicurare che possano accedere alle sezioni del portale in cui è possibile aderire alle singole offerte solo dopo aver preso visione delle informazioni di *investor education* e fornito notizie in merito alla propria conoscenza ed esperienza e dichiarato di essere in grado di sostenere economicamente l'eventuale intera perdita (art. 15, comma 2 del Regolamento).

In tal modo lo strumento informatico permette al gestore di acquisire una serie di informazioni in ordine agli investitori e quindi di svolgere un'attività di "filtro" all'accesso alle sezioni del portale che consentano di aderire alle singole offerte.

3. Le informazioni relative al diritto di recesso dall'ordine di adesione, alla sua revoca, al recesso o alla co-vendita in caso di trasferimento del controllo

Gli investitori diversi da quelli professionali hanno il diritto di recedere dall'ordine di adesione, senza alcuna spesa, tramite comunicazione rivolta al gestore medesimo, entro sette giorni decorrenti dalla data dell'ordine. Così dispone il quinto comma dell'art. 13 del Regolamento, estendendo uno strumento di tutela previsto in genere nell'ambito dei contratti stipulati dai consumatori. Tra le informazioni che deve fornire il gestore è anche prevista l'indicazione del diritto di recesso ora richiamato e delle relative modalità di esercizio (art. 15, comma 1, lett. g del Regolamento).

Gli investitori non professionali hanno inoltre il diritto di revocare la loro adesione quando, tra il momento dell'adesione all'offerta e quello in cui la stessa è definitivamente chiusa, sopravvenga un fatto nuovo o sia rilevato un errore materiale concernente le informazioni esposte sul portale, atti a influire sulla decisione degli investimenti. Il diritto di revoca può essere esercitato entro sette giorni dalla data in cui le nuove informazioni sono state portate a conoscenza degli investitori (art. 25, comma 2 del Regolamento). Si tratta di una regola certamente interessante, che dimostra la rilevanza delle informazioni contenute nel portale e la necessità del loro costante aggiornamento e/o adeguamento.

Anche la presenza del diritto di revoca è a sua volta oggetto dell'informazione che deve fornire il gestore: l'art. 16, comma 1, lett. c) prevede infatti che in relazione a ciascuna offerta il gestore deve pubblicare le modalità di esercizio del diritto di revoca.

Infine, tra le condizioni relative all'offerta sul portale si colloca la presenza nello statuto o nell'atto costitutivo del diritto di recesso o di co-vendita in caso

di trasferimento del controllo. Anche di questo diritto deve essere data indicazione nel portale, così come previsto dall'allegato 3 al Regolamento, art. 3, comma 1, lett. d).

4. Il diritto di recesso o di co-vendita

L'art. 100-ter T.U.F., al comma 2, prevede che la Consob determina la disciplina applicabile alle offerte al pubblico condotte attraverso uno o più portali per la raccolta di capitali al fine, tra l'altro, *“di tutelare gli investitori diversi dai clienti professionali nel caso in cui i soci di controllo della piccola e media impresa e dell'impresa sociale cedano le proprie partecipazioni a terzi successivamente all'offerta”*.

Il regolamento della Consob ha dato attuazione a tale “delega”, arricchendo la relativa disciplina⁶. Come si è già rilevato, *“ai fini dell'ammissione dell'offerta sul portale, il gestore verifica che lo statuto o l'atto costitutivo delle piccole medie imprese preveda il diritto di recesso dalla società ovvero il diritto di co-vendita delle proprie partecipazioni nonché le relative modalità e condizioni di esercizio nel caso in cui i soci di controllo, successivamente all'offerta, trasferiscano direttamente o indirettamente il controllo a terzi, in favore degli investitori diversi dagli investitori professionali o dalle altre categorie di investitori indicate nel comma due che abbiano acquistato o sottoscritto strumenti finanziari offerti tramite portale. Tali diritti sono riconosciuti per almeno tre anni dalla conclusione dell'offerta”* (art. 24, comma 1, lett. a). Il comma 2 richiamato, oltre agli investitori professionali, elenca le fondazioni bancarie, gli incubatori di *start-up* innovative, gli investitori a supporto delle piccole medie imprese aventi un valore del portafoglio di strumenti finanziari, inclusi i depositi in contante, superiore a cinquecento mila euro.

A sua volta l'art. 3, comma 1, lett. d) dell'allegato 3 al Regolamento prevede che sul portale venga inserita *“la descrizione delle clausole predisposte dalle piccole medie imprese con riferimento alle ipotesi in cui i soci di controllo cedano le proprie partecipazioni a terzi successivamente all'offerta (le*

⁶ Cfr. CIAN, *S.r.l. PMI, S.r.l., S.p.A.; schemi argomentativi per una ricostruzione del sistema*, in *Riv. soc.*, 2018, p. 835 ss., che sottolinea come il Regolamento Consob configuri *“la tutela prevista dal TUF in termini di diritto di exit (recesso, co-vendita), per il caso in cui il controllo della società venga trasferito nei tre anni posteriori all'offerta”*.

Sul diritto di recesso e di co-vendita in caso di trasferimento del controllo v. in particolare DENTAMARO, *Le offerte condotte esclusivamente sul portale e gli strumenti a diretta tutela dell'investimento non professionale*, cit., p. 571 ss.; idem *Equity crowdfunding, trasferimento del controllo*, cit.

modalità per la way out dell'investimento, presenza di eventuali patti di riacquisto, eventuali clausole di lock up e put option a favore degli investitori ecc.) con indicazione della durata delle medesime”.

Come risulta dalle regole ora richiamate nonché dalla disciplina contenuta nel TUF, si tratta di clausole che debbono essere inserite negli statuti o negli atti costitutivi delle società piccole medie imprese che intendano avvalersi del *crowdfunding*.

La norma contenuta nel TUF, si è visto, si limita a prevedere la presenza di strumenti di tutela, senza individuarli, lasciando al Regolamento Consob tale compito. Per contro, è chiaro che ciò vale in ogni caso di società offerente e quindi sia se S.p.A., come pure S.r.l. Per contro, sono individuati i soggetti tutelati ed i relativi presupposti.

Sotto il primo profilo, si tratta degli investitori non professionali e pertanto tali strumenti non vengono in considerazione sia con riferimento agli investitori professionali, sia con riferimento ai soci “fondatori” (a meno che, circostanza da ritenere ammissibile, non sottoscrivano partecipazioni attraverso il *crowdfunding* acquisendo in tal modo una doppia posizione, di titolari di quote personalizzate e di quote standardizzate).

Il presupposto della tutela che deve essere accordata è il trasferimento a terzi della partecipazione dei soci di controllo dopo l’offerta. Stando a tale formulazione, non verrebbe in considerazione non solo in caso di trasferimento di partecipazioni di minoranza, ma anche in ipotesi di trasferimento di partecipazioni di controllo ad altri soci fondatori. Questa constatazione invero pone qualche dubbio sull’opportunità di tale scelta: anche nel caso di passaggio del controllo da un socio o da un gruppo di soci ad un altro socio, che in ipotesi fosse titolare di una partecipazione di netta minoranza, in un ruolo del tutto secondario all’interno della compagine sociale, potrebbe verificarsi un mutamento rilevante per il futuro della società e le sorti dell’operazione intrapresa tramite l’appello al pubblico. Inoltre, stando alla lettera del dato normativo, non sarebbe terzo neppure uno dei sottoscrittori del *crowdfunding*. Se così fosse da intendere la norma, anche in tal caso potrebbero sorgere dubbi sull’opportunità di una scelta che sembra non tener conto del dato sostanziale. Occorre poi rilevare la circostanza che l’eventuale recesso di uno dei soci fondatori potrebbe determinare una modificazione dei soggetti che detengono il controllo della società.

Il Regolamento della Consob, si sono richiamate le relative regole, ha individuato gli strumenti di tutela, da inserire come clausole statutarie o dell’atto costitutivo, alternativamente nel diritto di recesso dalla società o in quello di covendita delle proprie partecipazioni, richiedendo che i soci indichino le modalità e le condizioni di esercizio di essi.

Ha precisato inoltre che debbono venire in considerazione, come presupposti per l'esercizio di tali diritti, i trasferimenti a terzi da parte dei soci di controllo della loro partecipazione avvenuti sia in modo diretto, sia in modo indiretto.

Ha stabilito che i diritti richiamati spettino agli investitori non professionali e comunque diversi da quelli ad essi assimilati che abbiano o sottoscritto o acquistato strumenti finanziari tramite il portale per la durata di tre anni successivi alla conclusione dell'offerta.

È compito del gestore del portale verificare la presenza della clausola in esame, quale presupposto necessario per poter accedere al *crowdfunding*.

L'allegato 3 al Regolamento della Consob prevede, come si è ricordato, l'obbligo di inserire sul portale una descrizione dettagliata delle modalità del disinvestimento, nonché di eventuali patti parasociali o clausole statutarie: in particolare patti di riacquisto delle partecipazioni, oppure clausole di *lock up* o di *put option*. In tal modo potrebbe sembrare ammissibile l'introduzione (in alternativa?) di modalità di disinvestimento differenti dal diritto di recesso e da quello di covendita, anche inserite non nell'ambito dello statuto, ma in patti parasociali.

Come è stato recentemente sottolineato⁷, la disciplina appare di notevole rilievo sistematico, *“lasciando adombrare un assetto partecipativo in cui le quote collocate tramite portali siano (nel complesso) non di controllo. Il modello d'impresa attorno a cui la disciplina è costruita è chiaro: vi sono i soci 'promotori', fondatori della società, che, al fine di attuare il loro piano di business, si rivolgono al mercato per intercettare risorse finanziarie destinate ad essere loro affidate nell'esercizio di un'attività di cui essi terranno peraltro ben salde le redini. La previsione di una tutela per gli investitori, in caso di mutamento del controllo, sottolinea la logica per così dire fiduciaria sottesa all'operazione finanziaria riguardata”*.

In tale prospettiva il modello di S.r.l. presupposto dalla disciplina in esame ha quindi un carattere ibrido, con la presenza di soci fondatori, titolari di quote personalizzate e di soci finanziatori, titolari di quote standardizzate. Occorre aggiungere che la disciplina del *crowdfunding* prevede necessariamente la presenza di soci finanziatori “professionali”, oltre ai finanziatori *retail*.

Non è poi chiaro, come sottolinea l'Autore ora richiamato, se la regola in esame debba essere collocata nel contesto della disciplina dei mercati finanziari o se abbia anche un rilievo sotto il profilo societario, rendendo inammissibile l'offerta al pubblico di partecipazioni tramite il *crowdfunding* che com-

⁷ CIAN, *op. cit.*, p. 836; e v. p. 843.

portino o possano comportare il venir meno del controllo da parte dei soci fondatori. Invero, in questo caso, se cioè i sottoscrittori (un gruppo di sottoscrittori) potessero acquisire il controllo della società, il trasferimento delle relative partecipazioni potrebbe avvenire con il regime di circolazione immateriale, cosicché (risultando solo dal registro tenuto dall'intermediario, non accessibile al pubblico) potrebbe essere impossibile l'esercizio del diritto di recesso. Tale prospettiva potrebbe forse indurre a far propendere per una lettura della norma nel senso che abbia un rilievo anche sotto il profilo societario, escludendo l'ammissibilità dell'offerta al pubblico che possa determinare il venir meno del controllo da parte dei soci fondatori.

Il Regolamento introduce l'alternativa tra recesso e co-vendita delle partecipazioni⁸. Pertanto gli statuti possono prevedere uno dei due diritti, oppure entrambi a scelta degli investitori. Naturalmente le modalità di esercizio e gli effetti sono differenti tra le due ipotesi, anche se dal punto di vista operativo nell'uno e nell'altro caso si verifica un'ipotesi di disinvestimento.

Sotto il profilo della disciplina applicabile al recesso, al di là delle modalità e delle condizioni di esercizio del diritto, vengono in considerazione le regole previste per il recesso nell'ambito delle S.p.A. e delle S.r.l. e quindi in particolare i criteri di determinazione del valore delle partecipazioni e le modalità procedurali.

5.1. Il diritto di recesso: la qualificazione

La fattispecie di recesso in esame presenta una serie di peculiarità rispetto alla configurazione di tale diritto nell'ambito delle S.p.A. e delle S.r.l.

Sia con riferimento alle une ed alle altre il legislatore prevede fattispecie di recesso legale e ammette fattispecie di recesso convenzionale. A norma dell'art. 2473 c.c., dettato per la S.r.l., l'atto costitutivo determina quando il socio può recedere dalla società, fermo in ogni caso il diritto in presenza di determinate deliberazioni o circostanze. A sua volta l'art. 2437 c.c., al quarto comma, stabilisce che lo statuto delle S.p.A. che non fanno ricorso al mercato del capitale di rischio può prevedere ulteriori cause di recesso.

La fattispecie di recesso in esame deve essere inserita solo nel caso in cui la società P.M.I. ricorra al *crowdfunding*. Si tratta di un'ipotesi di recesso legale, sia pure presente solo a determinati fini. Tale qualificazione potrebbe risultare rilevante in ordine al problema del carattere derogabile o inderogabile della relativa disciplina.

⁸ FREGONARA, *La start-up innovativa*, Milano, 2013, p. 112 s.

Il diritto in questione presenta connotati differenti sotto il profilo soggettivo rispetto alla disciplina delle S.r.l., secondo l'interpretazione "tradizionale". Infatti, in tale contesto, il diritto di recesso, legale e anche convenzionale, può essere esercitato da tutti i soci che si trovino in una determinata posizione rispetto a determinate circostanze (ad esempio soci non consenzienti con riferimento a certe deliberazioni assembleari). Il recesso convenzionale può essere previsto, come diritto particolare, a favore di uno o più soci. Se si ritiene, secondo l'opinione più diffusa, almeno prima delle ultime innovazioni, che sia inammissibile la previsione di categorie di quote ovviamente non è possibile il diritto di recesso a favore dei titolari di esse. Nel nostro caso, per contro, il diritto di recesso (o di covendita) è conferito appunto ai titolari delle quote standardizzate offerte tramite il *crowdfunding* (o comunque ai titolari delle quote offerte con tale strumento).

Nell'ambito delle S.r.l. "tradizionali" non è possibile la titolarità di più quote, come pure non si ritiene ammissibile il recesso parziale. Per contro, un socio fondatore titolare di una quota personalizzata può acquisire tramite il *crowdfunding* quote standardizzate e, con riferimento alle stesse, esercitare il diritto di recesso in caso di cambiamento del socio di controllo della società.

Si tratta infine di diritti esercitabili per una durata limitata nel tempo, prevista come non inferiore a tre anni dalla data dell'offerta.

5.2. La disciplina

Con riferimento alle S.r.l. il legislatore affida allo statuto la determinazione delle modalità di esercizio del diritto di recesso.

Più lineare il discorso relativo alla società per azioni: i termini e le modalità di esercizio del recesso sono espressamente disciplinati dall'art. 2437-*bis* c.c.. Il primo comma stabilisce che il diritto di recesso è esercitato mediante lettera raccomandata spedita entro trenta giorni dalla conoscenza da parte del socio dell'evento che legittima il recesso stesso. Inoltre le azioni in questione non possono essere cedute e devono essere depositate presso la sede sociale. Si tratta di norme inderogabili o possono essere adattate al contesto del *crowdfunding*?

In ordine alla determinazione della quota di liquidazione, per le S.r.l. occorre tener conto del valore di mercato del patrimonio sociale al momento della dichiarazione di recesso; il valore di liquidazione delle azioni deve essere stabilito tenuto conto della consistenza patrimoniale della società e delle sue prospettive reddituali. Potrà venire in considerazione anche la regola, prevista nell'art. 2437 *ter*, comma 3, c.c., per cui lo statuto può stabilire criteri diversi indicando gli elementi dell'attivo e del passivo del bilancio che possono essere rettificati unitamente ai criteri utilizzati, nonché altri elemen-

ti suscettibili di valutazione patrimoniale da tenere in considerazione.

Il rimborso, che deve essere effettuato entro centottanta giorni dalla comunicazione della dichiarazione di recesso, può avvenire mediante acquisto delle partecipazioni da parte degli altri soci in proporzione alle loro partecipazioni oppure di un terzo, nel caso della S.r.l., concordemente individuato dai soci medesimi. Si tratta quindi di un diritto di opzione esteso a tutti i soci e, se non esercitato in tutto o in parte, dell'individuazione di un terzo acquirente.

L'estensione di questa regola alle S.r.l. aperte che utilizzino il *crowdfunding* mi sembra che possa determinare una serie di interrogativi. In primo luogo, non pare possibile ipotizzare un accordo esteso alla "folla" dei soci per individuare un terzo acquirente. Sembra da ritenere che la norma non trovi applicazione, ma venga in considerazione, proprio tenuto conto del carattere aperto della società, la diversa regola dettata per la S.p.A., ove si prevede, in mancanza dell'esercizio del diritto di opzione da parte dei soci in tutto o in parte, che gli amministratori possano collocare le partecipazioni presso terzi.

Riterrei pertanto che gli amministratori possano ricercare i terzi acquirenti mediante un'offerta al pubblico e, ove lo strumento del *crowdfunding* si ritenesse utilizzabile anche per il mercato secondario, anche attraverso tale canale.

In caso di recesso dalla S.r.l., in mancanza di soci o terzi interessati all'acquisto delle partecipazioni, si prevede l'utilizzo di riserve disponibili o, in loro assenza, la riduzione del capitale sociale e, se ciò non fosse possibile, la messa in liquidazione della società. Anche a questo proposito possono venire in considerazione soluzioni differenti che si ispirano alla disciplina delle S.p.A.: dal momento che la S.r.l. P.M.I. può acquisire proprie partecipazioni, sia pure solo per destinarle ad operazioni di incentivazione, penso che tale soluzione sia utilizzabile.

Per contro, il procedimento previsto per la liquidazione del valore delle azioni si snoda attraverso l'offerta in opzione, l'offerta a terzi, l'acquisto di proprie azioni, la riduzione del capitale o lo scioglimento della società: tale *iter* sembra poter venire in considerazione anche nel nostro caso.

5.3. La fattispecie

Come si è già ricordato, il diritto di recesso o di co-vendita presuppone che *"i soci di controllo, successivamente all'offerta, trasferiscano direttamente o indirettamente il controllo a terzi."* Il Regolamento Consob, all'art. 2, contenente varie definizioni, e precisamente alla lett. f), costruisce la nozione di controllo definendola come *"l'ipotesi in cui un soggetto, persona fisica o giuridica, ovvero più soggetti congiuntamente, dispongono, direttamente o indirettamente, anche tramite patti parasociali, della maggioranza dei voti eserci-*

tabili nell'assemblea ordinaria ovvero dispongono di voti sufficienti per esercitare un'influenza dominante nell'assemblea ordinaria".

Un primo ordine di problemi, di carattere generale, che appartengono al tema del controllo, concernano la distinzione tra controllo diretto o indiretto.

I problemi che mi sembrano di maggiore interesse e difficoltà concernano l'adattamento di tale nozione alla S.r.l.

Con riferimento alle S.r.l. il problema centrale che si pone riguarda la rilevanza della presenza di eventuali diritti particolari a favore dei singoli soci⁹. Il socio che ha una partecipazione di minoranza e che sia titolare di un diritto particolare relativo alla gestione della società di ampia portata è da qualificare come un socio di controllo? In particolare il socio amministratore unico o che abbia il diritto di nominare la maggioranza degli amministratori o che abbia un'ampia facoltà di gestione della società quale posizione viene ad assumere nel contesto di essa?

Il termine per l'esercizio del diritto di recesso decorre dal momento in cui i soci abbiano avuto conoscenza del mutamento del controllo: l'art. 21 del Regolamento Consob prevede che il gestore trasmette senza indugio alla Consob le informazioni relative alle variazioni dei soggetti che detengono il controllo, con l'indicazione delle rispettive quote di partecipazione in valore assoluto e in termini percentuali.

6. La clausola di co-vendita

La dottrina ed anche la giurisprudenza hanno avuto occasione di occuparsi delle clausole c.d. *tag along* o di co-vendita, che, inserite nello statuto o in un patto parasociale, condizionano la circolazione delle partecipazioni. Da esse deriva il diritto del socio di minoranza di vendere la propria partecipazione qualora un socio, normalmente quello di maggioranza, intenda trasferire la propria. In tal caso il socio che intende cedere le proprie azioni o quote deve informare i titolari del diritto di co-vendita e far sì che il terzo acquisti anche le partecipazioni dei soci che decidono di disinvestire: si tratta sostanzialmente di una clausola che introduce una condizione sospensiva al trasferimento delle partecipazioni, normalmente di controllo, così da impedirne la circolazione qualora non vengano acquistate le partecipazioni dei soci titolari del diritto di co-vendita.

Profili di particolare delicatezza concernano, in primo luogo, la possibilità

⁹ V. un cenno al proposito in CIAN, *op. cit.*, p. 836.

di introdurre tali clausole a semplice maggioranza, in secondo luogo, l'individuazione degli effetti della loro violazione ed infine la determinazione del prezzo delle partecipazioni.

L'opinione prevalente è nel senso che l'introduzione di tali clausole nello statuto o nell'atto costitutivo richieda il consenso di tutti i soci¹⁰.

La violazione della clausola determina non l'invalidità dell'atto di trasferimento, ma la sua inefficacia¹¹. In altre parole, trattandosi di clausole statutarie, hanno efficacia reale e sono opponibili ai terzi, ferma restando ovviamente l'efficacia obbligatoria nel caso in cui siano inserite in patti parasociali.

Infine, per quanto concerne la determinazione del prezzo, si ritiene che debba consistere almeno nel valore risultante dall'applicazione delle regole in tema di recesso¹².

Occorre poi verificare se le due clausole alternative si collochino sullo stesso piano, al di là della comune finalità di tutela degli investitori e di strumenti diretti a consentire il disinvestimento, tenuto conto del differente meccanismo utilizzato: in un caso la vendita della partecipazione di controllo è valida ed efficace e determina il sorgere del diritto di recesso, nell'altro il trasferimento è condizionato all'acquisto della partecipazione dei soci di minoranza.

7. Il diritto di recesso in caso di trasferimento del controllo e in ipotesi di inizio o cessazione dell'attività di eterodirezione

Ai sensi dell'art. 2497 *quater* c.c., come è noto, il socio di società soggetta ad attività di direzione e coordinamento può recedere all'inizio ed alla cessazione di essa, quando non si tratta di una società con azioni quotate in mercati

¹⁰Cfr., in partic., Trib. Milano, 25 marzo 2011, in *Giur. it.*, 2011, 2584, con nota di LUONI, *Introduzione a maggioranza delle clausole di co-vendita: osservazioni sul tema*; in *Giur. comm.*, 2012, II, 1050, con note di RESCIO, *Regolamentazione statutaria dell'investimento azionario: unanimità o maggioranza nell'introduzione della clausola di drag along?* e di DEL LINZ, *Introduzione delle clausole di co-vendita negli statuti sociali*.

¹¹M. CAMPOBASSO, *Manuale di diritto commerciale*, Torino, 2009, p. 245.

¹²Cfr. Trib. Milano, 31 marzo 2008, in *Società*, 2008, 1373, con nota di DI BITONTO, *Clausola statutaria di c.d. drag along: chi era costei?*; v. Cass., 19 febbraio 2018, n. 3951, con nota di COSSU, *Covendita, tag along e cessione della nuda proprietà*, in *Giur. it.*, 2018, 1431; in *Società*, 2018, 1118 con Commento di DI BITONTO; V. D'ALESSANDRO, *Patti di "co-vendita" (Tag Along e Drag Along)*, in *Riv. dir. civ.*, 2010, I, p. 373 ss.; MALTONI, *I patti parasociali (in caso di acquisti parziali). Le pattuizioni che riguardano i soci: le clausole put and call, drag along e tag along; le clausole in tema di stallo decisionale (dead back-breaking provisions)*, in *Le acquisizioni societarie*. Opera diretta da M. Irrera, Bologna, 2011, p. 442 ss.

regolamentati e ne deriva un'alterazione delle condizioni di rischio dell'investimento e non venga promossa un'offerta pubblica di acquisto. Si tratta quindi di una fattispecie di recesso, non applicabile alle società quotate e neppure in presenza di O.P.A., che presuppone, in primo luogo, l'esercizio di attività di eterodirezione, in secondo luogo, il suo inizio o la sua cessazione e, infine, il mutamento delle condizioni di rischio dell'investimento. Non è per contro sufficiente la variazione di una mera situazione di controllo.¹³

Come si legge nell'ultimo comma della norma ora richiamata, si applicano, a seconda dei casi e in quanto compatibili, le disposizioni previste per il diritto di recesso del socio nella società per azioni o in quella a responsabilità limitata.

Il diritto di recesso spetta al socio della società eterodiretta ed il termine per esercitarlo decorre dalla conoscenza del fatto (inizio o cessazione dell'eterodirezione), così come previsto dall'art. 2437-*bis* c.c., richiamato dal rinvio contenuto nell'art. 2497-*quater* c.c.¹⁴.

È dubbio se sia causa di recesso anche il cambio della società o dell'ente che svolga attività di eterodirezione, equiparandosi tali ipotesi a quella dell'inizio dell'esercizio di tale attività¹⁵.

È altresì dubbio se venga in considerazione la fattispecie di recesso in esame nel caso di società appartenente allo stesso gruppo.

L'ipotesi di recesso in esame presenta molti punti di contatto con quella ora richiamata anche se le differenze sono evidenti ed in parte sembra esservi un capovolgimento di prospettive. Infatti, con riferimento alla disciplina dei grup-

¹³ Come osserva PENNISI, *La disciplina delle società a direzione unitaria ed il recesso nei gruppi*, in *Il Nuovo Diritto delle Società*. Liber amicorum Gian Franco Campobasso diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, 3, Torino, 2007, p. 931, "il legislatore prevede vari livelli di ingerenza nel rapporto tra le società del gruppo. Innanzitutto il rapporto di controllo, quale situazione statica"; "ad un secondo livello si ha l'esercizio dell'attività di direzione e coordinamento, condizione necessaria per l'applicazione delle norme di cui al capo nono [Direzione e coordinamento di società]; ma evidentemente ancora il legislatore presuppone che l'inizio di tale attività non sempre comporti un'alterazione delle condizioni di rischio, dato che questa ultima situazione è prevista quale requisito ulteriore".

V., ampiamente CARUSO, *Inizio e cessazione della direzione e coordinamento e recesso del socio*, Torino, 2018 e, nella prospettiva della disciplina dei gruppi, PACIELLO, *Appunti per uno studio del recesso dal gruppo*, in *Scritti in onore di Vincenzo Buonocore*, III, 2, Milano, 2005, p. 3306 ss.; G. SCOGNAMIGLIO, *Potere e dovere degli amministratori nei gruppi di società dopo la riforma del 2003*, in *Profili e problemi dell'amministrazione nella riforma delle società*, a cura di G. Scognamiglio, Milano, 2003; TOMBARI, *Diritto dei gruppi di imprese*, Milano, 2010; MONTALENTI, *L'attività di direzione e coordinamento: dottrina, prassi e giurisprudenza*, in *Impresa, Società di capitali. Mercati finanziari*, Torino, 2017, p. 227 ss.

¹⁴ PENNISI, *op. cit.*, p. 932 s.

¹⁵ PENNISI, *op. cit.*, p. 943 s. e citazioni nella nota 214.

pi, risulta rilevante l'attività di eterodirezione, mentre appare irrilevante il mutamento nel controllo; il discorso si ribalta con riferimento al recesso in caso di *crowdfunding*, dove il legislatore considera rilevante quest'ultimo e non prende in considerazione l'attività di eterodirezione.

Tuttavia occorre osservare che la disciplina dei gruppi ha portata generale e quindi viene in considerazione anche qualora dovesse iniziare o cessare l'attività di eterodirezione della controllante di una società che offra le proprie partecipazioni al pubblico tramite il *crowdfunding*. In altre parole se la controllante iniziasse ad esercitare l'attività di eterodirezione il socio della controllata potrebbe esercitare il diritto di recesso in base alla disciplina sui gruppi. Tuttavia in tal caso verrebbe in considerazione l'ulteriore requisito del cambiamento della condizione di rischio dell'investimento, non presente nel nostro caso.

Come è stato osservato in una recente sentenza del Tribunale di Milano¹⁶, l'estensione della fattispecie che giustifica il recesso, intendendosi per inizio dell'attività di eterodirezione anche quella posta in essere da un soggetto differente è controbilanciata dalla sussistenza dell'ulteriore presupposto dell'alterazione delle condizioni di rischio dell'investimento.

La fattispecie di recesso collegata all'inizio o alla cessazione dell'attività di eterodirezione ha, come si è osservato, una portata generale e quindi trova applicazione anche nel nostro caso, qualora il cambio del controllo venisse inteso come inizio di una nuova attività di eterodirezione e questa fosse effettivamente esercitata da una società controllante la società emittente le azioni o le quote offerte tramite il *crowdfunding*.

Differenti sono anche i soggetti tutelati, dal momento che il diritto di recesso nel caso di esercizio dell'attività di eterodirezione compete a tutti i soci di minoranza. Si tratta inoltre di un diritto esercitabile senza limiti di durata nel tempo.

8. Diritto di recesso e tutela degli investitori

Sotto il profilo sistematico, come si è già osservato, la previsione del diritto di recesso in caso di trasferimento del controllo sicuramente è un indice significativo della prospettiva in cui si è collocato il legislatore e forse anche una regola di diritto societario.

¹⁶Trib. Milano, 21 luglio 2018; cfr., in dottrina, GILOTTA, *Diritto di recesso che consegue all'inizio dell'attività di direzione e coordinamento*, in *Giur. comm.*, 2014, I, p. 592 ss.

Operativamente pare difficile ipotizzare che il sottoscrittore non professionale di partecipazioni tramite il *crowdfunding*, con un esborso normalmente non particolarmente elevato, abbia interesse a monitorare le vicende relative alla compagine societaria per diversi anni dalla sottoscrizione e eserciti un diritto che, in caso di contestazione, richiederebbe l'avvio di procedure giudiziarie complesse e costose con l'eventuale recupero di somme di modeste entità. Forse potrebbe venire in considerazione l'ipotesi di chi, successivamente alla sottoscrizione, acquistasse una pluralità di quote, così da effettuare un investimento rilevante. D'altra parte i sottoscrittori professionali potranno tutelarsi con appositi patti parasociali.

Più che diretta a tutelare il sottoscrittore *retail*, sembrerebbe una norma volta ad introdurre una sorta di "rischio" per i soci fondatori, tale da indurli a non trasferire il controllo almeno per tre anni. Tanto più che non esiste il presupposto previsto con riferimento al recesso collegato all'inizio o la cessazione dell'attività di eterodirezione, che consiste nella prova dell'incidenza sul rischio dell'investimento, onere sicuramente molto gravoso.

Pertanto la finalità della regola pare consistere soprattutto nell'intento di stabilizzare la compagine sociale formata dai soci fondatori, o almeno i soci di controllo, per un certo arco di tempo.

Tale obiettivo potrebbe essere realizzato, con riferimento alla disciplina della società per azioni, attraverso una clausola di *lock up* che impedisca il trasferimento delle partecipazioni dei soci fondatori per un periodo di tre anni. Si potrebbe ritenere che in presenza di una clausola di questo contenuto la previsione del diritto di recesso a favore dei soci sottoscrittori non sia più necessaria. Analogo risultato non mi sembra raggiungibile nel caso di S.r.l.: infatti, come è noto, il legislatore ha consentito la possibilità di introdurre una clausola di intrasferibilità senza il diritto di recesso per i soci solo per la durata di due anni (art. 2469, comma 2, c.c.). Invero, la diversa disciplina prevista per la S.p.A. e per la S.r.l. (nel caso della S.p.A., ai sensi del primo comma dell'art. 2355-*bis* c.c., la durata è di cinque anni) risulta difficile da giustificare e nel nostro caso in contrasto con l'obiettivo perseguito dal legislatore di stabilizzare la partecipazione di controllo per un periodo di almeno tre anni.

Non ritengo, per contro, che possano venire in considerazione in alternativa patti parasociali aventi per oggetto l'intrasferibilità delle partecipazioni, dal momento che chiaramente le regole contenute nel T.U.F. e nel Regolamento Consob fanno riferimento a clausole inserite nell'atto costitutivo o nello statuto. E ciò nonostante la previsione del Regolamento Consob che impone la pubblicità di eventuali patti parasociali proprio nel contesto delle informazioni relative al recesso per il mutamento del controllo: mi sembra si tratti di infor-

mazioni integrative che non incidono sul contenuto della regola che, si ripete, fa riferimento a clausole dell'atto costitutivo o dello statuto.

La disciplina in esame assume poi un'ulteriore portata nell'ottica della creazione di un mercato secondario, consentendo appunto ai soci di minoranza, in presenza del mutamento del controllo, una modalità di disinvestimento.

Infine, occorre tener conto della rilevanza del portale nella prospettiva dell'esercizio del diritto di recesso. Come si è osservato nelle pagine precedenti, le informazioni contenute sul portale debbono essere aggiornate. È previsto espressamente che il gestore debba comunicare alla Consob i cambi di controllo nella compagine societaria. Si pone quindi il problema se debbono risultare anche sul portale. Si pone altresì il problema in ordine agli eventuali obblighi di informazione da parte degli amministratori. Il profilo risulta particolarmente complesso, dal momento che, come si è ricordato, vengono in considerazione anche trasferimenti indiretti.

