

LA NOVÍSIMA SRL-PYME ITALIANA. NUEVOS MEDIOS DE FINANCIACIÓN DE LAS PYMES Y SU REPERCUSIÓN SOBRE EL DERECHO DE SOCIEDADES*

NICCOLO ABRIANI

Catedrático de Derecho Mercantil de la Universidad de Florencia

Revista de Derecho de Sociedades 53

Mayo-Agosto 2018

Págs. 55-78

SUMARIO: I. UNA MIRADA ATRÁS EN EL TIEMPO: DE LA GMBH A LA SOCIEDAD DE RESPONSABILIDAD LIMITADA. II. LA EVOLUCIÓN DEL CUADRO NORMATIVO: DEL CÓDIGO DE 1942 A LA REFORMA INTEGRAL DE LAS SOCIEDADES DE CAPITAL DE 2003. III. EL PUNTO DE LLEGADA (¿DEFINITIVO?): UNA REVOLUCIÓN «THROUGH THE WINDOW OF INNOVATION». IV. EL RECURSO A LOS MERCADOS DE CAPITAL: CAPITAL RIESGO, DEUDA E INSTRUMENTOS FINANCIEROS PARTICIPATIVOS EN LA «NOVÍSIMA SOCIEDAD LIMITADA» ITALIANA. V. DERECHOS PARTICULARES DE LOS SOCIOS Y CLASES DE PARTICIPACIONES DOTADAS DE DERECHOS ESPECIALES: DE LOS «GOLDEN BOYS» (O «GOLDEN GIRLS») A LAS «GOLDEN SHARES». VI. CLASES DE PARTICIPACIONES Y DERECHO DE VOTO. VII. ALCANCE DE LAS NUEVAS DISPOSICIONES Y SU REPERCUSIÓN SOBRE LA ORGANIZACIÓN SOCIETARIA. LA (POSITIVA) INFLUENCIA DE LA REFORMA DEL RÉGIMEN JURÍDICO DE LA CRISIS EMPRESARIAL. VIII. ESTRUCTURAS ADECUADAS, INFORMACIÓN SOCIETARIA Y TUTELA DE LOS INVERSORES: LA NORMATIVA ITALIANA Y EL «PLAN DE ACCIÓN FINTECH» DE LA COMISIÓN EUROPEA (BREVES CONSIDERACIONES). IX. EN BUSCA DEL SISTEMA PERDIDO: ¿DE DESCARTES AL RELOJ DE ARENA?.

* Traducción del original en italiano y anotaciones a cargo de Enrique GANDÍA (Profesor Ayudante Doctor de Derecho mercantil de la Universidad Autónoma de Madrid). La traducción se ha realizado en el marco del Proyecto de Investigación «Financiación y reestructuración como soluciones preconcursales a las situaciones de crisis empresarial» (DER2017-84263-P).

I. UNA MIRADA ATRÁS EN EL TIEMPO: DE LA GMBH A LA SOCIEDAD DE RESPONSABILIDAD LIMITADA

El examen de la evolución que, en los últimos años, ha experimentado la sociedad de responsabilidad limitada en el ordenamiento italiano presenta aspectos de enorme interés para cualquier académico europeo. La batería de medidas que, en un primer momento, se implementaron para favorecer a las *start up* y demás empresas que operan en los sectores innovadores y que, en fechas más recientes, se han extendido a todas las pequeñas y medianas empresas con el objetivo de favorecer su crecimiento, vienen a confirmar la extraordinaria ductilidad que caracteriza a la sociedad limitada desde sus orígenes. Dicha circunstancia contribuye de manera muy significativa a reafirmar que este tipo societario sea el más utilizado para el ejercicio en común de actividades empresariales.

Esta característica está presente asimismo en aquellos ordenamientos, como el español, en los que el devenir histórico de la figura fue trazado, en un primer momento, por los operadores jurídicos y, más tarde, por la doctrina y la jurisprudencia, para ser incorporada, sólo después, a nivel legislativo. Pero se acentúa todavía más si cabe en aquellos otros países en los que la sociedad de responsabilidad limitada se presenta, ya desde sus orígenes, como una «criatura artificial», elaborada por el legislador y ofrecida, por así decirlo, «desde lo Alto» a los operadores jurídicos.

A este último grupo de países pertenece, sin duda, Italia, pero antes incluso Alemania, donde esta forma societaria hizo su aparición, por vez primera, en la ley de 20 de abril de 1892 (*Gesetz zur Einrichtung der Gesellschaft mit beschränkter Haftung*). En ella se introdujo un nuevo tipo de sociedad de capital dotado de una absoluta autonomía patrimonial, que otorgaba a los socios el beneficio de la responsabilidad limitada del que ya gozaban los accionistas en la sociedad anónima.

La Ley alemana constituyó el modelo en el que se inspiraron tanto la Ley portuguesa de 11 de abril de 1901 sobre la «*sociedade por quotas, de responsabilidade limitada*» (y su homóloga brasileña, introducida por la Ley de 10 de enero de 1919), como, sobre todo, la Ley austríaca de 6 de marzo de 1906, con la que se dio vida en el Imperio Austrohúngaro a una *GmbH* muy similar a la alemana. Y es precisamente este último, el modelo de la *GmbH* austríaca, el que acabaría incorporándose al ordenamiento italiano, hace ahora cien años, tras el fin de la primera guerra mundial y la anexión a Italia de las regiones del Trentino y la Venecia Julia. Fenómeno en buena medida análogo al que tuvo lugar en Francia como consecuencia de la anexión de Alsacia y Lorena.

Hasta ese momento, Francia e Italia habían conservado un régimen esencialmente unitario de la sociedad anónima, de forma similar al Reino Unido y a los distintos Estados norteamericanos. En Inglaterra, es sólo a partir de la segunda mitad del siglo xix cuando empiezan a consolidarse en la práctica una serie de sociedades, denominadas *private companies*, que se caracterizaban por tener una base propietaria más restringida, generalmente de carácter familiar, y un capital social exiguo, así como por la responsabilidad subsidiaria y limitada de los socios en caso de liquidación, y la existencia de restricciones estatutarias a la libre transmisión de las participaciones.

De distinción puramente fáctica, acotada a la práctica comercial, la diferencia entre *private* y *public companies* pasó a adquirir rango legal con la *Companies Act* de 1900, a partir de la cual las *private companies* comenzaron regularse de forma expresa, en términos cada vez más amplios. Y de igual manera sucedió en Estados Unidos, donde puede apreciarse una diferencia similar entre las *close* (o *closely held*) y las *open* (o *publicly held*) *corporations*. En ambos ordenamientos –como ocurre también en los Países Bajos con la *besloten* y la *naamloze vennootschap* – se trata, en todo caso, de dos variantes de un mismo tipo societario (la *company* o la *corporation*), mientras que sólo en tiempos más recientes, y por razones esencialmente fiscales, se ha consolidado un tipo autónomo: la *Limited Liability Company*, originada en el Estado norteamericano de Wisconsin, y la *Limited Liability Partnership*, nacida en la isla de Jersey, aunque extendida actualmente por todo el Reino Unido. Justamente esta última, la *Limited Liability Partnership*, constituyó el principal instrumento de la competencia regulatoria que se iniciara con el conocido Caso *Centros* y que se ha ido atenuando progresivamente por la reacción de los demás ordenamientos jurídicos.

Si echamos la vista atrás en el tiempo, y miramos a este lado del Atlántico y del Canal de la Mancha, podemos constatar que la primera mitad del siglo xx ha venido marcada por una paulatina difusión de esta nueva figura, que se fue consolidando en todo el Viejo Continente como forma societaria autónoma. Primero en algunos países de Europa oriental (Polonia, 1919; Checoslovaquia, 1920; Bulgaria, 1924) e igualmente en Francia, donde el nuevo tipo de la *société à responsabilité limitée* fue introducida por la Ley de 7 de mayo de 1925. Les siguieron Turquía y Liechtenstein en 1926, Luxemburgo en 1933 y Bélgica en 1935. La sociedad de responsabilidad limitada fue introducida también por la Confederación Suiza en el Código de las Obligaciones de 1936 y por Italia en el Código Civil de 1942. Entretanto, la nueva forma societaria se había extendido por casi toda América latina (de la ley brasileña de 1919, hasta la ley mexicana de sociedades mercantiles de 1934, pasando por Chile, Argentina y Uruguay, y llegando incluso a Cuba).

En España, como ya se ha dicho, la figura era conocida en la práctica desde finales del siglo xix: en efecto, la peculiar configuración de las sociedades mercantiles como *numerus apertus* permitió proceder a la constitución de sociedades limitadas, merced a la ferviente creatividad de los notarios, con el beneplácito del Gobierno y de la Dirección General de los Registros y del Notariado. Ciertamente, un primer reconocimiento indirecto de esta figura se advierte ya en el Reglamento del Registro Mercantil de 1919¹, pero habrá que esperar a mediados del siglo pasado para

1. V., en efecto, la Exposición que acompañaba al Real Decreto de 20 de septiembre de 1919 (publicado en la Gaceta de Madrid, núms. 269, 270 y 271, de 26, 27 y 28 de septiembre): «también pueden inscribirse en el Registro mercantil las Sociedades de responsabilidad limitada y razón social, que siguiendo el ejemplo de otros países, han comenzado a constituirse en España, pues aunque se ha discutido mucho sobre la legalidad de tales Compañías, por entender algunos que con ellas se infringía el precepto del art 127 del Código de Comercio, que establece la responsabilidad ilimitada de los socios colectivos, bien miradas las cosas se ve que no puede existir tal infracción si a la Sociedad de responsabilidad limitada no se la denomina Sociedad colectiva, dado que sólo a esta clase de Sociedades es aplicable el referido precepto. No hay, pues, motivo legal alguno para

encontrar una regulación autónoma del tipo, introducida por la Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada de 17 de julio de 1953 y destinada a alcanzar su más completa expresión, desde una perspectiva de acentuada polivalencia funcional, en la nueva Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada de 23 de marzo de 1995, actualmente refundida en la Ley de Sociedades de Capital de 2010.

II. LA EVOLUCIÓN DEL CUADRO NORMATIVO: DEL CÓDIGO DE 1942 A LA REFORMA INTEGRAL DE LAS SOCIEDADES DE CAPITAL DE 2003

Trazada así la evolución histórica de la figura, podemos centrarnos ahora en la sociedad de responsabilidad limitada italiana, a fin de analizar la evolución que este tipo societario ha registrado en nuestro ordenamiento a lo largo de los tres cuartos de siglo que median entre 1942 y 2017: una evolución profunda y no siempre lineal, que ha experimentado una aceleración apabullante en los tres últimos lustros.

La sociedad de responsabilidad limitada fue introducida en Italia por obra del Código civil con una clara (y declarada) inspiración en la *GmbH* alemana y austriaca, que, como hemos visto, ya se encontraba reconocida en las regiones del Trentino y en la Venecia Julia desde 1918. En la sistemática del Código, la sociedad limitada se presentaba como la «hermana menor» de la más noble y blasonada sociedad anónima, sobre cuyo régimen había sido moldeada, a base de amplias remisiones normativas, que, sin duda, justificaban su definición como una «pequeña sociedad anónima». En este sentido, se preveían algunas simplificaciones en el funcionamiento de los órganos (p. ej. en la convocatoria de la junta) y se contemplaban ciertos rasgos personalistas, casi siempre de carácter dispositivo (así, por ejemplo, la regla general era que los administradores debían ser socios, pero se admitía la disposición en contrario de los estatutos, sistemáticamente utilizada en la práctica). Menores eran, en cambio, las posibilidades de acercar el tipo a una verdadera sociedad de personas (a este respecto, destacaba la posibilidad de someter la transmisión de las participaciones al consentimiento del resto de socios).

Sobre estos cimientos se fueron erigiendo las modificaciones introducidas en la segunda mitad del siglo pasado, a instancias sobre todo del legislador europeo. Y es justamente esta caracterización del tipo como pequeña sociedad anónima lo que explica la opción de extender a la limitada gran parte de las reglas de origen comunitario establecidas por la Segunda Directiva (piénsese en el régimen de las aportaciones no dinerarias y en la prohibición de aportar el trabajo o los servicios, en la ampliación de las prohibiciones relativas a los negocios sobre las propias participaciones, y, fundamentalmente, en el mantenimiento de la regla «capitaliza o disuelve» en caso de pérdidas agravadas).

Naturalmente, a la sociedad limitada –que, desde 1977, tan sólo había experimentado la actualización del capital social mínimo, desde las cincuenta mil liras originales (cifra que, debido a la inflación, había quedado reducida a la nada), hasta los

negar la admisión en el Registro mercantil de estas Sociedades [...] » (v., igualmente, el art. 108 del Real Decreto) (N. del T.).

veinte millones de liras– se le aplicaron asimismo las reglas de la Primera Directiva en materia de publicidad de los poderes de representación de los administradores, así como las normas de la Cuarta y Séptima Directivas relativas al balance de ejercicio y a la consolidación de balances (con alguna modificación significativa de los presupuestos para la obligatoriedad del órgano de control).

Las dos modificaciones más relevantes tuvieron lugar, sin embargo, diez años antes de la reforma integral de 2003: es, en efecto, en 1993 cuando, por un lado, se transpone la Duodécima Directiva sobre la sociedad unipersonal (Decreto Legislativo, núm. 88, de 3 de marzo de 1993²) y, por otro lado, se modifica el régimen de publicidad de la composición societaria y de la circulación de las participaciones, imponiéndose el depósito de la copia autorizada de la escritura de transmisión en el Registro Mercantil como requisito necesario para su inscripción en el libro registro de socios³ (Ley, núm. 310, de 12 de agosto de 1993⁴, introducida en el marco de las iniciativas contra el crimen organizado, que, en aquellos años, había perpetrado su ataque más grave contra el Estado italiano: tan sólo un año antes, en la primavera de 1993, fueron asesinados los Jueces Falcone y Borsellino y se produjo el atentado contra la *Accademia dei Georgofili*, en Florencia, a pocos pasos de los *Uffizi*).

Diez años más tarde, el legislador italiano promulga la Ley, núm. 6, de 2003, de reforma integral del Derecho societario⁵, uno de cuyos principales protagonistas era la sociedad de responsabilidad limitada. La reforma tiene en cuenta el creciente éxito de esta forma societaria, pero, al mismo tiempo, trata de dar respuesta al desafío que representa la competencia regulatoria provocada por la reciente jurisprudencia comunitaria en materia de libertad de establecimiento (que, a partir del Caso *Centros*⁶, se había ido consolidando a las puertas del nuevo milenio).

Como se lee en la Exposición de Motivos de la Ley de reforma (§ 11), la nueva disciplina «se orienta hacia una revisión integral de este modelo societario» e «intenta ofrecer a los operadores económicos un instrumento caracterizado por una significativa y acentuada elasticidad, que, basándose fundamentalmente en la consideración de las personas de los socios

2. D.lgs. 3 marzo 1993, n. 88. *Attuazione della direttiva 89/667/CEE in materia di diritto delle società relativa alla società a responsabilità limitata con un unico socio* (GU n. 78 del 3/4/1993 – Suppl. Ordinario n. 34).
3. Cabe recordar que, durante la vigencia de la Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada de 1953, la inscripción de la Escritura de transmisión de las participaciones en el Registro Mercantil también era obligatoria en España (cfr. el art. 20 V LSRL 1953 y el art. 123 RRM de 1956). El sistema se modificó con la Ley 19/1989, de 25 de julio (art. 11), que eliminó el requisito de la inscripción (cfr. act. art. 106 LSC) (N. del T.).
4. Legge 12 agosto 1993, n. 310. *Norme per la trasparenza nella cessione di partecipazioni e nella composizione della base sociale delle società di capitali, nonché nella cessione di esercizi commerciali e nei trasferimenti di proprietà dei suoli* (GU n. 195 del 20/8/1993).
5. D.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6. *Riforma organica della disciplina delle società di capitali e società cooperative*, in attuazione della legge 3 ottobre 2001, n. 366. (GU n. 17 del 22/1/2003 – Suppl. Ordinario n. 8).
6. Sentencia del Tribunal de Justicia de 9 de marzo de 1999 (TJCE 1999, 47) (Asunto C-212/97).

y de sus relaciones personales, tiende a satisfacer exigencias que se hallan particularmente presentes en el ámbito de las pequeñas y medianas empresas»; de tal manera que «la sociedad de responsabilidad limitada deja de presentarse como una pequeña sociedad anónima, y se abandona la tradición de nuestro ordenamiento que veía en la sociedad anónima por cuotas su antecedente histórico más inmediato. Aquella tiene, por el contrario, las características propias de una sociedad de personas y, por ello, sin dejar de gozar del beneficio de la responsabilidad limitada [...], puede sustraerse a las rigideces normativas de la sociedad anónima».

De este modo, la sociedad limitada se emancipa orgullosa del modelo accionarial y, como el adolescente rebelde, abandona la casa de su madre, la sociedad anónima, haciendo acopio de un conjunto de normas autónomas y diferentes a las que rigen para esta última; y, al igual que aquel adolescente, lleva la imaginación al poder. La sociedad limitada se convierte, así, en el paraíso de la autonomía privada: al proclamado papel central de los socios se le anuda, en efecto, el protagonismo del contrato como instrumento de negociación, mediación y gestión de las relaciones intra societarias. Las relaciones de confianza interpersonales pueden plasmarse en normas estatutarias que la ley permite confeccionar con la habilidad propia de un sastre para amoldarlas a las exigencias de los titulares del capital de riesgo. De esta forma, casi todas las reglas que hasta ayer quedaban relegadas a los pactos parasociales (y que aún hoy permanecen como tales en las sociedades anónimas) se convierten en normas estatutarias, asumiendo eficacia real y desvinculándose de los límites temporales que caracterizan a aquellos pactos.

El régimen legal se presenta ante los operadores como una suerte de ley marco, destinada a ser integrada –y, en buena medida, reemplazada– por los socios, a quienes se les reconoce el papel de «colegisladores de su propia sociedad».

Los principios rectores del nuevo modelo y del régimen aplicable son, por tanto, la flexibilidad y la adaptabilidad a las exigencias de los operadores. Flexibilidad y adaptabilidad que encuentran, por otro lado, una justificación sistemática en la configuración de la limitada como tipo estructural y necesariamente «cerrado» (o «privado», por emplear la terminología del Derecho inglés o belga, entre otros). La propia reforma se preocupó, en efecto, por: *a)* mantener la prohibición de incorporar las participaciones en acciones y *b)* consagrar, al mismo tiempo, la prohibición absoluta de recurrir al mercado primario. A este respecto, la norma central, sobre la que se apoya la configuración de la nueva sociedad limitada, es el apartado primero del artículo 2468 del Código civil, en el que se establece que «*las participaciones sociales no podrán ser representadas mediante acciones*», «*ni ser objeto de oferta a los consumidores de productos financieros*».

Se prohibía así cualquier acceso, directo o indirecto, al mercado del ahorro público, manteniéndose la circulación de las participaciones en un ámbito restringido y privado: el legislador parte de un escenario en el que cada socio puede considerarse «artífice de su propio destino» o mayor de edad, en términos kantianos (en definitiva, un adulto consciente); no necesitado, en cuanto tal, de una «heterotutela paternalista» y capaz de negociar su posición dentro de la estructura societaria, incluso por lo que a los derechos de protección de la minoría se refiere.

La prohibición de incorporar las participaciones en acciones no sólo era coherente con estas premisas –dado que la representación en títulos de crédito, ya sea en papel o desmaterializados, está dirigida a la creación de un mercado secundario, prohibido para este tipo societario–, sino que permitía excluir la posibilidad de dividir el capital en partes alícuotas, con la consecuencia de que el socio de la limitada debía considerarse titular de una sola (y única) participación, en lugar, de la pluralidad de partes sociales homogéneas (acciones) que, por el contrario, tendría el accionista.

Por eso se entendió que la sociedad limitada no podía emitir clases de cuotas participativas estandarizadas, puesto que la estandarización de las partes sociales sólo tiene sentido cuando se interactúa con el mercado, esto es, cuando se quiere colocar un producto a una serie de inversores. Pero tal interacción estaba vetada para estas sociedades. No había, pues, *golden shares*, sino únicamente *golden boys* o *golden girls*: al no existir clases de participaciones, no podían existir derechos de clase; tan sólo derechos particulares atribuidos *ad personam* (o *ad ens*, en caso de tratarse de personas jurídicas), mediante los cuales la participación permitía una confección a medida, atendiendo a las exigencias de cada socio. Se trataba, además, de participaciones cuyas características específicas se movían con el socio, en el sentido de que, cuando éste abandonaba la sociedad, el derecho particular que le hubiera sido atribuido estaba destinado a extinguirse.

Desde esta perspectiva, la reforma confirmaba, e incluso acentuaba, la tradicional relación inversa que existe entre el grado de apertura al mercado de la forma jurídica adoptada por la empresa y la amplitud que se concede a la autonomía estatutaria para configurar su organización. Fenómeno que pasó a verificarse igualmente en la sociedad anónima, al haberse introducido la distinción entre «sociedad anónima abierta» (con acceso a los mercados de capital riesgo) y «sociedad anónima cerrada» (con una mayor autonomía estatutaria).

III. EL PUNTO DE LLEGADA (¿DEFINITIVO?): UNA REVOLUCIÓN «THROUGH THE WINDOW OF INNOVATION»

El cuadro normativo que acabamos de exponer, lejos de constituir un punto de llegada definitivo, se ha visto radicalmente modificado por las reformas acaecidas en los seis últimos años.

Es una revolución que se ha colado por la ventana de la innovación y que, una vez más, viene a confirmar la naturaleza «artificial» de la sociedad de responsabilidad limitada, su carácter versátil, de instrumento todoterreno, que ha permitido al legislador dotarlo de nuevas aplicaciones para hacer frente a la grave crisis que desde 2008, partiendo de los Estados Unidos, se ha extendido sobre el continente europeo (y que, en Italia, como en España, ha tenido efectos más duraderos).

El objetivo fundamental ha sido relanzar las inversiones productivas, comenzando por los sectores con mayor proyección por sus amplios márgenes de desarrollo: las *start up* innovadoras que aparecieron en el Derecho italiano en 2012 (y que se

encuentran reguladas en los arts. 25 y ss. del Decreto Ley, núm. 179, de 18 de octubre de 2012, elocuentemente bautizado como «Decreto crecimiento 2.0»⁷).

A este respecto, se ha introducido un régimen especial y transitorio con ventajas societarias, fiscales y laborales dirigidas a:

- favorecer la provisión de fondos propios y de recursos ajenos;
- reducir los costes del trabajo por cuenta ajena y las cargas fiscales;
- excluir los deberes de recapitalización;
- conjurar el riesgo de concurso en las fases iniciales de desarrollo de la empresa.

Se trata de ventajas de distinta naturaleza, que se han visto acompañadas de una inédita libertad de recurrir al ahorro público mediante la emisión y oferta de las participaciones y de otros instrumentos financieros híbridos.

El referente normativo de esta reforma es el artículo 26 del Decreto Ley, núm. 179, de 18 de octubre de 2012, que:

- a) permite la creación de «*clases de participaciones provistas de derechos especiales*», cuyo contenido puede fijarse libremente en los estatutos, «*dentro de los límites impuestos por la ley*», pero superando incluso lo dispuesto en el artículo 2468.2 y 3 del Código civil⁸;
- b) prevé, derogando expresamente lo establecido en el artículo 2468.1 del Código civil, que «*las cuotas de participación en pequeñas y medianas empresas constituidas en forma de sociedad limitada podrán ser objeto de oferta a los consumidores de productos financieros, incluso a través de los portales de Internet dedicados a la captación de fondos a los que se refiere el artículo 30 del presente Decreto, dentro de los límites previstos por las leyes especiales*»;
- c) elimina la prohibición absoluta de realizar negocios sobre las propias participaciones, regulada en el artículo 2474 c.c., admitiendo aquellos que se realicen «*en ejecución de planes de incentivos*», con asignación de participaciones a trabajadores, colaboradores, administradores o proveedores de obras y servicios, y sin remitirse a los límites objetivo-patrimoniales establecidos para las sociedades anónimas.
- d) permite la emisión y oferta al público de instrumentos financieros participativos.

Estamos ante importantes modificaciones del régimen jurídico del tipo societario tal y como fuera concebido por el Código civil, que, no obstante, quedaban

7. D.l. 18 ottobre 2012, n. 179. *Ulteriori misure urgenti per la crescita del Paese* (GU n. 245 del 19/10/2012 – Suppl. Ordinario n. 194).

8. Este precepto establece que, salvo que los estatutos prevean la atribución a determinados socios de derechos particulares relativos a la administración de la sociedad o al reparto de dividendos, los derechos de los socios serán proporcionales a su participación en el capital social (N. del T.).

relegadas a esta restringida platea de las sociedades innovadoras en el objeto social y, en un principio, sólo iban a aplicarse durante el efímero plazo de cuatro años.

Pero justo cuando iban a cumplirse los primeros cuatro años de entrada en vigor de la reforma, el legislador intervino de nuevo aprobando el Decreto Ley, núm. 3, de 24 de enero de 2015⁹ (conocido vulgarmente como «*investment compact*» y convalidado por la Ley, núm. 33, de 24 de marzo¹⁰). Con esta nueva reforma, las medidas de promoción y exención de Derecho societario, previstas para las *start up* innovadoras, se han extendido a todas las pequeñas y medianas empresas que operen en el campo de la innovación y que conserven, más allá de la fase inicial, una fuerte implicación con el desarrollo tecnológico.

Así pues, de un conjunto de normas de carácter transitorio se ha pasado a un régimen especial que busca incentivar la innovación, facilitando la captación de capital a bajo coste una vez superada la etapa de *start up*. En la medida en que permanezca restringida al ámbito de la pequeña y mediana empresa, la innovación tecnológica puede servirse, por tanto, de la forma más ágil de la sociedad de responsabilidad limitada, que permite al emprendedor *a)* presentarse en el mercado con una estructura financiera muy similar a la de la sociedad anónima, pero *b)* conservando, al mismo tiempo, todas las ventajas propias del régimen jurídico del tipo no accionarial (agilidad, flexibilidad y autonomía).

La última etapa de esta evolución de la sociedad limitada italiana está representada por el Decreto-ley, núm. 50, de 24 de abril de 2017¹¹, en el que se contiene un precepto, el artículo 57, que, bajo el título «*Incentivos para la inversión*», establece, en su apartado primero, que: «*las palabras “start up innovadora” y “start up innovadoras”, empleadas por los apartados 2, 5 y 6 del Decreto-ley, núm. 179, de 18 de octubre de 2012, convalidado, con modificaciones, por la Ley, núm. 221, de 17 de diciembre de 2012, deben entenderse sustituidas por la expresión: “PYME”*».

De esta forma, en 2018, año en el que se celebra el bicentenario de la publicación de *Frankenstein*, podemos constatar cómo las «manipulaciones genéticas» de este tipo societario, introducidas con fines experimentales para facilitar la creación de sociedades que operan en los sectores innovadores, se han extendido a todas las pymes organizadas en forma de sociedad de responsabilidad limitada. Lo cual engloba, siguiendo la definición recogida en la Recomendación de la Comisión Europea 2003/361/CE¹², a todas aquellas sociedades limitadas que ocupen a menos

9. D.l. 24 gennaio 2015, n. 3. Misure urgenti per il sistema bancario e gli investimenti (GU n. 19 del 24/1/2015).

10. Legge 24 marzo 2015, n. 33. Conversione in legge, con modificazioni, del decreto-legge 24 gennaio 2015, n. 3, recante misure urgenti per il sistema bancario e gli investimenti (GU n. 70 del 25/3/2015 – Suppl. Ordinario n. 15).

11. D.l. 24 aprile 2017, n. 50. Disposizioni urgenti in materia finanziaria, iniziative a favore degli enti territoriali, ulteriori interventi per le zone colpite da eventi sismici e misure per lo sviluppo (GU n. 95 del 24/4/2017 – Suppl. Ordinario n. 20).

12. Recomendación de la Comisión, de 6 de mayo de 2003, sobre la definición de microempresas, pequeñas y medianas empresas (2003/361/CE) (disponible en: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:32003H0361&from=ES>; mayo de 2018).

de doscientas cincuenta personas y cuyo volumen de negocios anual no exceda de cincuenta millones de euros o cuyo balance general anual no supere los cuarenta y tres millones de euros. O lo que es igual: a la gran mayoría de sociedades de responsabilidad limitada existentes actualmente en Italia.

En definitiva, hoy en día, para todas las sociedades de responsabilidad limitada es posible: i) prever estatutariamente clases de participaciones provistas de derechos especiales; ii) hacer una oferta pública de sus participaciones; y iii) realizar negocios sobre las propias participaciones, siempre y cuando la operación tenga lugar en ejecución de planes de incentivos.

Las limitaciones previstas originariamente por el Código civil han visto, por tanto, relegado su ámbito de aplicación al estrecho círculo formado por aquellas pocas sociedades de responsabilidad limitada que superen los parámetros establecidos por la definición europea de la pequeña y mediana empresa (doscientos cincuenta trabajadores y, alternativamente, cincuenta millones de facturación o cuarenta y tres millones de activo patrimonial, tal y como señala la Recomendación 2003/361/CE).

En armonía con estos postulados, el Decreto-legislativo, núm. 129, de 3 de agosto de 2017¹³, ha completado el cambio del contexto normativo reformulando el artículo 100 ter del *Testo Unico della Finanza*¹⁴, en el que ahora se establece que: «por excepción a lo dispuesto en el artículo 2468.1 del Código civil, las participaciones en pequeñas y medianas empresas constituidas en forma de sociedad de responsabilidad limitada podrán ser objeto de oferta a los consumidores de productos financieros, incluso a través de portales de Internet dedicados a la captación de fondos, en los términos previstos en el presente decreto» (v. igualmente el art. 1 bis del *Testo Unico della Finanza*).

Finalmente, ambos textos aprobados en 2017 extienden a todas las pequeñas y medianas empresas constituidas en forma de sociedad limitada el sistema de gestión centralizada y desmaterializada de suscripción y transmisión de cuotas representativas del capital, que ya había sido introducido para las pymes innovadoras por el artículo 4.10 del Decreto-ley, núm. 3, de 24 de enero de 2015, «como alternativa a lo establecido en el artículo 2470.2 del Código civil y en el artículo 36.1 bis del Decreto-ley,

13. D.l. 3 agosto 2017, n. 129. *Attuazione della direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014, relativa ai mercati degli strumenti finanziari e che modifica la direttiva 2002/92/CE e la direttiva 2011/61/UE, così, come modificata dalla direttiva 2016/1034/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 23 giugno 2016, e di adeguamento della normativa nazionale alle disposizioni del regolamento (UE) n. 600/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014, sui mercati degli strumenti finanziari e che modifica il regolamento (UE) n. 648/2012, così come modificato dal regolamento (UE) 2016/1033 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 23 giugno 2016* (GU n. 198 del 25/8/2017).

14. D.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58. *Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, ai sensi degli articoli 8 e 21 della legge 6 febbraio 1996, n. 52* (GU n. 71 del 26/3/1998 – Suppl. Ordinario n. 52).

núm. 112, de 25 de junio de 2008, convalidado con modificaciones, por la Ley, núm. 133, de 6 de agosto de 2008»¹⁵.

El Decreto-ley, núm. 50, y el Decreto-legislativo, núm. 129, de 2017 constituyen, pues, el punto de llegada del periplo normativo que ha experimentado la sociedad limitada italiana, pasando de i) «*pequeña sociedad anónima sin acciones*» (en el Código de 1942), a ii) sociedad que, en cuanto imperativamente cerrada en su estructura financiera, se presentaba tras la reforma de 2003 como el más versátil de los entes dotados de personalidad jurídica (hasta el punto de acercarse mucho a una «*sociedad de personas con responsabilidad limitada*»), para llegar, finalmente, iii) al escenario actual en el que esta forma societaria se caracteriza por una combinación de la máxima autonomía estatutaria y por la inédita posibilidad de recurrir a los mercados de capital riesgo, más allá incluso del sector de la innovación tecnológica, mediante el ofrecimiento al público de participaciones seriadas, subsumibles en el concepto jurídico de valor mobiliario.

La sociedad limitada se muestra, por tanto, como el instrumento ideal para el desarrollo de iniciativas empresariales, tengan o no carácter innovador, en el escenario de la «sociedad líquida» contemporánea que entra en plena y abierta «*regulatory competition*» en los mercados de capitales con la sociedad anónima.

Sólo el tiempo dirá si la anónima está destinada a ceder el paso al tipo no accionario y a convertirse, como se ha dicho con acierto, en algo parecido a «*un coche de época*», objeto de afección aristocrática, al que recurrirán los amantes de las antigüedades, aunque sean menos eficientes y cómodos que los vehículos modernos.

En espera de respuesta, el nuevo régimen jurídico exige al intérprete un esfuerzo reconstructivo nada fácil, planteando nuevas cuestiones y dudas interpretativas.

IV. EL RECURSO A LOS MERCADOS DE CAPITAL: CAPITAL RIESGO, DEUDA E INSTRUMENTOS FINANCIEROS PARTICIPATIVOS EN LA «NOVÍSIMA SOCIEDAD LIMITADA» ITALIANA

En este nuevo contexto normativo, la posibilidad de ofrecer al público la inversión en cuotas de capital riesgo no constituye un rasgo exclusivo de las empresas innovadoras con forma de sociedad limitada, sino que se configura, más bien, como un instrumento general de captación de capital, al que puede recurrir cualquier pyme constituida bajo esta forma societaria al objeto de reforzar sus fondos propios.

Los instrumentos de captación de capitales se sitúan, sin embargo, en dos planos totalmente distintos dependiendo de si son instrumentos de deuda o instrumentos financieros participativos.

Por lo que se refiere a los primeros, todo parece indicar que les seguirá siendo de aplicación lo establecido en el artículo 2483 c.c., que permite solicitar públicamente la

15. Ambos preceptos establecen la obligación de inscribir la Escritura de transmisión de las participaciones sociales en el Registro Mercantil (N. del T.).

suscripción de títulos de deuda tan sólo de forma indirecta, a través de «inversores profesionales, sujetos a supervisión prudencial conforme a lo dispuesto en las leyes especiales», a los que, «en caso de una sucesiva circulación de los títulos representativos de deuda», se les hace responsables «de la solvencia de la sociedad frente a los adquirentes que no tengan la consideración de inversores profesionales, o frente a los socios de la propia sociedad».

Cualquier sociedad limitada –sea o no pyme, y tenga o no carácter innovador– puede recurrir a la emisión de deuda, aunque sea sólo dentro de estos límites, pero la emisión de «instrumentos financieros que lleven aparejados derechos patrimoniales o incluso derechos políticos, excluido el voto en las decisiones de los socios previstas en los artículos 2479 y 2479 bis c.c.» se encuentra restringida, por el contrario, a las sociedades limitadas innovadoras¹⁶. Y es que el apartado séptimo del artículo 26 del Decreto-ley 179/2012 no ha sido modificado, por lo que continúa estableciendo que únicamente las sociedades de responsabilidad limitada que tengan carácter innovador, conforme a lo establecido en el artículo 25.2, podrán prever en sus estatutos la emisión de esta clase de instrumentos «como contraprestación a una aportación realizada por socios o terceros, que puede consistir incluso en un arrendamiento de obra o servicios».

Por lo demás, el nuevo cuadro normativo que emerge de la reforma plantea un doble interrogante: por un lado, si los límites establecidos para la emisión de títulos representativos de deuda son aplicables también a los instrumentos financieros participativos; y, por otro lado, y en caso afirmativo, si es necesario distinguir según se trate de instrumentos de captación de deuda o de simple refuerzo de los medios propios de la sociedad emitente (cuasi capital).

A este respecto, parece que sí ha de distinguirse en función de que el instrumento financiero emitido en el caso concreto tenga naturaleza de deuda o de recursos propios:

- a) los límites establecidos por el artículo 2483 c.c. para la emisión de títulos representativos de deuda deben aplicarse igualmente a los instrumentos financieros participativos que no comporten un refuerzo patrimonial de la sociedad, y que se configuren, por tanto, como un simple medio de captación de deuda, en virtud del derecho de reembolso que se reconozca al titular (y, en su caso, del derecho a una retribución no vinculada a los dividendos de la sociedad emitente).
- b) los instrumentos financieros participativos que tengan reconocido un derecho de reembolso:

16. El artículo 2479 del Código civil italiano reserva a la competencia exclusiva de los socios la adopción de «decisiones» sobre las siguientes materias: 1) aprobación del balance y distribución del resultado; 2) nombramiento de los administradores; 3) nombramiento de los síndicos y del presidente del colegio sindical o del sujeto encargado de llevar a cabo la auditoría de las cuentas; 4) modificación de los estatutos; 5) autorización de operaciones que comporten una modificación sustancial del objeto social o de los derechos de los socios. Por su parte, el artículo 2479 bis establece los requisitos de convocatoria y constitución de la junta, así como las normas sobre asistencia y adopción de acuerdos, fijando una mayoría cualificada de la mitad del capital social para los asuntos mencionados en los numerales 4 y 5 del artículo anterior (N. del T.).

1. podrán ser emitidos por cualquier sociedad limitada (aunque no tenga carácter innovador o no sea una pyme), dentro de los límites establecidos por el artículo 2483 c.c., y siempre que no lleven aparejados derechos políticos;
2. podrán tener reconocidos incluso derechos políticos, pero únicamente en las sociedades limitadas innovadoras que así lo hayan contemplado en sus estatutos, de conformidad con lo dispuesto en el artículo 26.7 del Decreto-ley 179/2012;
3. en cualquier caso, estará vetada su oferta a través de portales *online* (lo que se conoce como *equity crowdfunding*: v., al respecto, el Acuerdo de la Consob de 24 de febrero de 2016¹⁷, y el todavía más reciente de 17 de enero de 2018¹⁸);
- c) los instrumentos financieros participativos, emitidos con cargo a aportaciones destinadas a reforzar el patrimonio neto de la sociedad mediante la creación de reservas específicas, sólo pueden ser emitidos por las sociedades limitadas innovadoras, que podrán ofrecerlos directamente al mercado sin someterse a los límites establecidos en el artículo 2483 c.c.;
- d) los instrumentos financieros a los que nos referimos en el punto anterior, en la medida en que se trata de mecanismos dirigidos a aumentar los fondos propios de la sociedad (y, en definitiva, a captar «capital riesgo» en sentido amplio), pueden ofrecerse al público a través de portales de Internet.

Es interesante observar cómo las sociedades innovadoras que recurren al *equity crowdfunding* están facultadas para captar, a través de portales de Internet autorizados, cualquier forma de «capital riesgo», incluidas las «aportaciones a fondos propios» no imputables a capital, mediante la emisión de instrumentos financieros participativos. Este fenómeno se verifica también en otros países de nuestro entorno, como Alemania, donde dicha práctica constituye, actualmente, el supuesto más habitual de solicitud pública de financiación por parte de este tipo de sociedades. Sin embargo, para el resto de pymes la oferta de instrumentos financieros está restringida a las que adopten la forma de sociedad anónima, mientras que aquellas otras que opten por constituirse como sociedad limitada únicamente podrán captar capital en sentido estricto, ofreciendo participaciones sociales. Supuesto, este último, que sigue siendo el «socialmente típico» en Italia (a día de hoy, también para las sociedades innovadoras).

17. *Delibera Consob, 24 febbraio 2016, n. 19520. Modifiche al «Regolamento sulla raccolta di capitali di rischio da parte di start-up innovative tramite portali on-line», adottato con delibera n. 18592 del 26 giugno 2013* (disponible en: <http://www.consob.it/documents/46180/46181/d19520.pdf/33819fc1-4338-450e-b055-183f089111cc>; mayo de 2018). Cabe recordar que la *Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (Consob)* es el organismo regulador italiano equivalente a nuestra Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) (N. del T.).
18. *Delibera Consob, 17 gennaio 2018, n. 20264. Modifiche al «Regolamento sulla raccolta di capitali di rischio tramite portali on-line», adottato con delibera n. 18592 del 26 giugno 2013 e successive modifiche* (disponible en: <http://www.consob.it/web/area-pubblica/bollettino/documenti/bollettino2018/d20264.htm>; mayo de 2018).

Por otro lado, la posibilidad de que todas las pymes puedan hacer uso de los portales de Internet autorizados está llamada a reforzar el predominio de la sociedad de responsabilidad limitada como tipo societario más apropiado para recurrir al *equity crowdfunding*, acentuando aún más si cabe el desequilibrio que existe en la actualidad en los portales *online* italianos, donde se observa una proporción de siete sociedades limitadas por cada anónima en el ámbito de las pymes innovadoras, proporción que llega a ser de diecinueve a una entre las *start up* de este tipo.

V. DERECHOS PARTICULARES DE LOS SOCIOS Y CLASES DE PARTICIPACIONES DOTADAS DE DERECHOS ESPECIALES: DE LOS «GOLDEN BOYS» (O «GOLDEN GIRLS») A LAS «GOLDEN SHARES»

La evolución normativa que acabamos de describir está destinada a tener importantes repercusiones sobre la organización y la estructura de propiedad de las sociedades de responsabilidad limitada.

Particularmente relevante aparece, en este sentido, la posibilidad de crear «derechos especiales» incorporados a las participaciones, que presenta significativas diferencias en relación con el mecanismo de los «derechos particulares» atribuidos *ad personam* a ciertos socios, a los que se refiere el artículo 2468 c.c.

Desde esta perspectiva, quizá resulte oportuno reconsiderar algunos de los temas que han surgido ya en relación con las *start up* y con las pymes innovadoras, entre los que destacan:

- i. la posible coexistencia de «derechos particulares» *ad personam* con «derechos especiales» *ad quotam*;
- ii. el alcance de los «derechos especiales» que cabe atribuir a las participaciones de las sociedades de responsabilidad limitada;
- iii. el alcance de los «límites previstos por la ley» a la autonomía estatutaria;
- iv. el régimen de la modificación de los «derechos especiales» y los mecanismos de protección de los intereses de los titulares de participaciones pertenecientes a la misma clase.

Con carácter muy general, cabe decir lo siguiente sobre cada una de estas cuestiones:

- i. que no parece haber obstáculo al empleo conjunto de los dos instrumentos de diferenciación de las posiciones de los socios, de forma que podrían convivir en una misma sociedad socios emprendedores, caracterizados por el tradicional *status socii* diseñado por el Código civil para los miembros de la sociedad limitada, enriquecido, en su caso, por eventuales «derechos particulares» ex artículo 2468 c.c., junto a socios inversores, con participaciones estandarizadas que atribuyan «derechos especiales» a sus titulares, en proporción al número de participaciones poseídas y con independencia de la identidad del socio;

- ii. por lo que se refiere a los «derechos especiales» que pueden atribuirse a las participaciones de las sociedades de responsabilidad limitada, la autonomía estatutaria parece gozar de un margen más amplio del que se les reconoce a las clases de acciones (p. ej. en cuanto a la limitación o graduación del derecho de asunción preferente y a la atribución de un derecho de preferencia a los instrumentos financieros participativos, tengan o no carácter convertible, v. *infra*);
- iii. en cualquier caso, se mantienen algunos límites a la autonomía estatutaria, entre los que destaca la interdicción de los pactos leoninos o la prohibición de las limitaciones al derecho de separación o al derecho de asunción preferente en las operaciones de reducción y aumento simultáneo del capital (sobre la posible diversificación estatutaria de los derechos de control, v. *infra*);
- iv. en cuanto a la modificación de los «derechos especiales», lógicamente no resulta aplicable la regla del consentimiento unánime establecida en el artículo 2468 c.c. para la modificación de los «derechos particulares», por lo que habrán de ser los estatutos los que establezcan el mecanismo más eficiente de tutela de los intereses de los titulares de participaciones pertenecientes a la misma clase (lo más razonable sería quizá una aplicación analógica de la regla dictada por el artículo 2376 c.c. para las juntas especiales¹⁹).

VI. CLASES DE PARTICIPACIONES Y DERECHO DE VOTO

Mención aparte merece la posibilidad de crear clases de participaciones diferenciadas por el derecho de voto. A este respecto, es necesario señalar, con carácter preliminar, que, entre las normas aplicables a todas las pymes con forma de sociedad limitada, en el artículo 57 del Decreto-ley 50/2017 no se alude expresamente el apartado tercero del artículo 26, en el que se establece que, «*por excepción a lo dispuesto en el artículo 2479.5 c.c.²⁰, las sociedades recogidas en el apartado segundo*» podrán prever en sus estatutos «*categorías de participaciones que no lleven aparejado derechos de voto, o que atribuyan al socio derechos de voto en una medida no proporcional a su participación o limitados a determinados asuntos o subordinados al cumplimiento de condiciones particulares que no sean meramente potestativas*».

Es cierto que el apartado tercero del artículo 26 tiene un alcance y un tenor literal distinto al del apartado segundo, pero no lo es menos que, en su primer inciso, la norma se remite expresamente a este último para fijar su ámbito de aplicación.

19. Este precepto, análogo al artículo 293 de la Ley de Sociedades de Capital, prevé que aquellos acuerdos de la junta que afecten a los derechos de una clase de acciones deberán ser aprobados también por una junta especial integrada por los socios pertenecientes a la clase afectada (N. del T.).

20. Según el cual todos los socios tienen derecho a votar, y a hacerlo de forma proporcional a su participación en el capital social, en aquellas materias de especial trascendencia que se recogen en el propio precepto (v. *supra* la nota 17) (N. del T.).

En efecto, este precepto se refiere, en todo caso, a los estatutos *de las sociedades recogidas en el apartado segundo*, por lo que es en este ámbito –integrado hoy en día por todas las pymes con forma de sociedad limitada y no sólo por las sociedades limitadas innovadoras– en el que la autonomía estatutaria puede intervenir creando participaciones sin voto, con voto limitado o incluso no proporcional a la cuota de participación del socio.

Por tanto, parece razonable pensar que no se ha querido mencionar expresamente el apartado tercero del artículo 26 por entenderse que su ámbito de aplicación ya estaba incluido implícitamente en la remisión que hace el Código al apartado segundo de este precepto. De este modo, las cláusulas estatutarias a las que ahora nos referimos estarían admitidas en todas las pequeñas y medianas empresas que hubieran adoptado la forma de sociedad limitada, y no sólo en las *start up* y en las pymes de carácter innovador. Con ello, se superan las dudas sobre la compatibilidad de la norma con el artículo 2479 del Código civil, en virtud del cual *«todo socio tiene derecho a participar en los acuerdos previstos en el presente artículo y su voto tendrá un valor proporcional a su participación»*. Disposición, esta última, cuyo alcance no debe exagerarse hasta el punto de excluir la posibilidad de regular estatutariamente el derecho de voto (v., en términos generales, y referida por tanto a las sociedades de responsabilidad limitada que no tengan la consideración de pyme, la Decisión, núm. 138, del Consejo Notarial de Milán²¹).

Es más, aunque no existiera el apartado tercero del artículo 26 del Decreto-ley 50/2017, la posibilidad de incidir estatutariamente sobre el derecho de voto a la hora de configurar las clases de participaciones estaría legitimada por el principio de atipicidad enunciado por el apartado segundo para todas las pymes con forma de sociedad limitada, en las que, como ya hemos dicho, se autoriza la creación de *«clases de participaciones dotadas de derechos especiales»*, y se permite la libre configuración de su contenido, *«derogándose incluso lo previsto en los apartados segundo y tercero del artículo 2468 del Código civil»*.

Partiendo de esta premisa, es necesario analizar ahora si concurren los presupuestos para aplicar analógicamente a las pequeñas y medianas empresas con forma de sociedad limitada las reglas establecidas en esta materia para las sociedades anónimas; en particular, la limitación a tres del número máximo de votos que cabe atribuir a cada acción y la necesidad de que al menos la mitad del capital social esté representado por acciones con derecho de voto.

Esta posibilidad de integrar analógicamente el régimen de las pymes con forma de sociedad limitada con el de las sociedades anónimas debe afrontarse con extrema cautela, sobre todo teniendo en cuenta la posibilidad, a la que ya nos hemos referido, de que coexistan en una misma sociedad derechos particulares y clases de participaciones. En términos generales, habría que considerar otra posible interpretación, que parta de la diferencia que existe entre aquellas normas que afectan únicamente a la posición de los socios y a las relaciones entre ellos, y aquellas otras que se dirigen a proteger los intereses de los acreedores sociales o que, en todo caso, trascienden a los intereses de los socios, como pueden ser los límites a las operaciones

21. Disponible en: <https://www.consiglionotarilemilano.it/documenti-comuni/massime-commissione-societa/138.aspx>; mayo de 2018.

sobre las propias participaciones y a la asistencia financiera, establecidos en los artículos 2357 y siguientes del Código civil.

En relación a esto último, debe recordarse que las normas de la sociedad anónima ya establecen un régimen privilegiado para las operaciones de asistencia financiera dirigidas a favorecer el conocido como «*work for equity*», limitándose a exigir que el importe global de las cantidades empleadas y de las garantías que se hubieran prestado no «*exceda el límite de los beneficios distribuibles y de las reservas disponibles que figuren en el último balance aprobado, teniendo en cuenta la eventual adquisición de acciones propias, en el sentido del artículo 2357*» (cfr. el artículo 2358 c.c.).

Lo que planteamos como hipótesis es que los presupuestos para una aplicación analógica a las pequeñas y medianas empresas con forma de sociedad limitada de las reglas imperativas dictadas para la sociedad anónima sólo concurren en relación con estas últimas normas –y con aquellas otras que establezcan deberes de información o reglas de protección del mercado en sentido amplio–. De manera que, para el resto de normas, habrán de ser los socios quienes valoren en qué medida consideran oportuno incorporarlas en los estatutos.

VII. ALCANCE DE LAS NUEVAS DISPOSICIONES Y SU REPERCUSIÓN SOBRE LA ORGANIZACIÓN SOCIETARIA. LA (POSITIVA) INFLUENCIA DE LA REFORMA DEL RÉGIMEN JURÍDICO DE LA CRISIS EMPRESARIAL

Uno de los aspectos de mayor interés de las últimas reformas tiene que ver con los efectos que la nueva estructura propietaria y financiera puede llegar a provocar sobre el régimen de administración de las pequeñas y medianas empresas con forma de sociedad limitada. Sobre todo por lo que a las funciones inherentes a la gestión de la sociedad y a la estructura del órgano de administración se refiere. En relación con el primer aspecto es necesario analizar:

- a) las clases de participaciones que llevan aparejadas el derecho a designar a un determinado número de administradores;
- b) las razones por las que el derecho a designar a uno o varios miembros del órgano de administración no se le puede atribuir, sin embargo, a los titulares de instrumentos financieros participativos;
- c) otro conjunto de problemas que sólo se plantean en las sociedades limitadas de carácter innovador, a saber:
 1. si es posible conceder derechos de voto a los titulares de instrumentos financieros participativos;
 2. si, en caso afirmativo, éstos podrían interferir (y en qué medida) en las decisiones de los socios a las que se refieren los artículos 2479 y 2479 bis del Código civil²², o en las decisiones del órgano de administración; y, por último,

22. V. *supra* la nota 17 (N. del T.).

3. qué otros derechos políticos, al margen del derecho de voto, se podrían atribuir a los instrumentos financieros participativos emitidos por las sociedades limitadas de carácter innovador. En este ámbito se sitúa también la cuestión relativa a la posibilidad de reconocer a estos instrumentos el derecho a la conversión en participaciones, el derecho de asunción preferente sobre futuras emisiones de participaciones y el derecho a manifestar el consentimiento a la transmisión de participaciones sociales ex artículo 2469 c.c. (en relación, en particular, con las participaciones no incorporadas en cuotas y aquellas que están dotadas de derechos particulares, v. el art 2469.2 c.c.: «*Cuando los estatutos establezcan la intransmisibilidad de las participaciones o subordinen su transmisión al consentimiento de los órganos sociales, de los socios, o de terceros [...]*»; y cfr. con el 2355 bis.2: «*Las cláusulas estatutarias que subordinen la transmisión de las acciones al mero consentimiento de los órganos sociales o de otros socios [...]*»).

Llegados a este punto, el análisis debe centrarse en los derechos y funciones de control societario. Porque es precisamente aquí donde se plantea el problema de la validez de una diversificación estatutaria de los derechos de control a los que se refiere el artículo 2476.2 del Código civil que puedan tener atribuidos los titulares de participaciones en una pyme con forma de sociedad limitada. Y, más en general, el problema de la posible regulación (e incluso derogación) estatutaria de esta materia en las sociedades de responsabilidad limitada.

A nuestro juicio, es necesario distinguir en función de que existan o no socios con participaciones tradicionales dotados de los derechos de control establecidos en la ley, ya que, en este último caso, las participaciones podrán regularse libremente en los estatutos.

Por el contrario, cuando se pretenda afectar también a los derechos de control de los socios «tradicionales», o cuando no concurren las dos categorías de socios (por estar todo el capital dividido en participaciones incorporadas), habrá que ver si existe un órgano de control obligatorio (o incluso facultativo, siempre que cumpla con los requisitos y tenga atribuidos los poderes propios del órgano de control de las sociedades anónimas), con la consecuencia de que:

- a) en ausencia de un órgano de control que reúna los requisitos mencionados, el límite a la disponibilidad de los derechos de control a los que nos estamos refiriendo, parece estar en el conjunto de derechos de información y control que la ley atribuye «en todo caso» al socio comanditario y que se reducen al «*derecho a examinar anualmente el balance y la cuenta de pérdidas y ganancias, y a controlar su exactitud, consultando los libros y demás documentos de la sociedad*» (art. 2320, últ. apartado, c.c.).
- b) en presencia de un órgano de control, los estatutos podrán intervenir de manera más incisiva en la configuración tanto de los derechos de las clases de participaciones, como de la posición individual de los socios, teniendo como único límite inderogable el derecho de consulta de los libros sociales establecido en el artículo 2422 del Código civil, junto con el derecho de

información en la junta, en los términos en los que éste se concede a los accionistas, pero con una sensible ampliación derivada de las mayores competencias que asumen los socios en la sociedad limitada (art. 2479 c.c.).

A la luz de estas consideraciones, deberá analizarse asimismo el impacto –y los efectos «correctores»– que sobre esta materia van a tener las novedades introducidas por la reforma de la normativa sobre las situaciones de crisis empresarial; y, en particular, las indicaciones contenidas en la Ley de Bases, núm. 155, de 19 de octubre de 2017²³, en lo que se refiere, sobre todo, a los nuevos criterios cuya superación comporta la obligación de designar un órgano de control (o un auditor de cuentas externo). A este respecto, hay que destacar que los nuevos parámetros de referencia se corresponden a los establecidos a nivel europeo a la hora de definir a las «microempresas» (esto es, menos de dos millones de activo o de volumen de negocios, o menos de diez empleados), de forma que todas las sociedades de responsabilidad limitada que no tengan la consideración de microempresas estarán obligadas a nombrar un órgano de control (o un auditor externo).

Además de reformar los umbrales para la obligatoriedad del órgano de control, la Ley de Bases contiene otras disposiciones relevantes para el objeto de nuestro estudio. Nos referimos, en concreto, al reconocimiento expreso de la legitimación de los acreedores sociales para ejercitar la acción social de responsabilidad en los términos del artículo 2394 c.c.²⁴ y a la reimplantación de la figura del control judicial regulado en el artículo 2409 c.c.²⁵, para cuya solicitud no sólo se legitima a los socios titulares del porcentaje de capital fijado en el apartado primero de esta norma, sino también, y bajo determinadas condiciones, al ministerio fiscal en todas aquellas pymes que recurran al mercado de capital riesgo (como es sabido, en virtud del último apartado del artículo 2409 c.c., los procedimientos contemplados en este precepto pueden

23. *Legge 19 ottobre 2017, n. 155. Delega al Governo per la riforma delle discipline della crisi di impresa e dell'insolvenza (GU n. 254 del 30/10/2017).*

24. En la redacción actual del artículo 2476 del Código civil italiano, en el que se regula la responsabilidad de los administradores frente a la sociedad, no se hace referencia alguna a la legitimación extraordinaria de los acreedores para el ejercicio de la acción social de responsabilidad, que sí se contempla en el artículo 2394 para la sociedad anónima (precepto equivalente a nuestro art. 240 LSC). Ello ha suscitado un encendido debate en la doctrina, entre quienes sostienen que se trata una opción consciente del legislador y que, en consecuencia, estaría vetada una aplicación analógica del artículo 2394 a las sociedades de responsabilidad limitada y quienes, por el contrario, entienden que la omisión se debe a un simple error, que ha determinado una laguna susceptible de ser colmada por analogía, so pena de incurrir en una interpretación inconstitucional de la norma [el debate puede seguirse en Zanarone, G., *Della società a responsabilità limitata*, tomo 1, en Bunselli (Dir.), *Il Codice civile. Commentario* (fondato da Piero Schlesinger), Milán [Giffre], 2010, pp. 1095 y ss.]. Como se dice en texto, la Ley de Bases de 19 de octubre de 2017 ha venido a zanjar la discusión, instando al Gobierno a aplicar expresamente el artículo 2394 del Código civil a las sociedades limitadas [v. art. 14.1, letra a)] (N. del T.).

25. El control judicial es un mecanismo típico del Derecho italiano que permite a la minoría (que posea el diez por ciento del capital social, o el cinco por ciento si es una sociedad cotizada) denunciar ante los tribunales las sospechas de grave irregularidad en la gestión por parte de los administradores y que, en los casos más graves, puede llevar aparejada la sustitución de estos últimos por un administrador judicial (N. del T.).

adoptarse también a solicitud del colegio sindical, del consejo de supervisión o del comité de auditoría de la gestión, así como del ministerio fiscal, *en aquellas sociedades que recurran al mercado de capital riesgo*).

Pero todavía más importante es la previsión establecida en la letra *b*) del artículo 14 de la Ley de Bases, en la que se contempla el doble deber a cargo del empresario y de los órganos sociales:

- i. de establecer una estructura organizativa adecuada para la detección temprana de la crisis y de la pérdida de continuidad de la empresa, así como
- ii. de actuar con rapidez para la adopción de alguno de los instrumentos previstos por el ordenamiento para la superación de la situación de crisis y la recuperación de la continuidad empresarial.

Todos ellos son principios de correcta gestión empresarial, que el borrador de Decreto-legislativo de ejecución de la mencionada Ley de Bases ubica de manera significativa en el artículo 2086 c.c., entre los principios dictados por el Código para la empresa en general. Más concretamente, el borrador, elaborado por la Comisión Rordorf en paralelo al nuevo Código de la crisis y de la insolvencia (y presentado al Ministerio de Justicia el 21 de diciembre de 2017):

- i. introduce en el artículo 2086 –que pasa a titularse «*Gestión de la empresa*», en lugar de «*Dirección y dependencia jerárquica en la empresa*» – un segundo apartado, en virtud del cual: «*El empresario, que opere de manera individual, como sociedad o bajo cualquier otra forma, tiene el deber de establecer una estructura organizativa, administrativa y contable adecuada a la naturaleza y a las dimensiones de la empresa*» (de cara también a la «*detección temprana de la crisis y de la pérdida de continuidad en las actividades empresariales*»), y la obligación «*de actuar sin demora para la adopción y ejecución de alguno de los instrumentos previstos por el ordenamiento para superar la situación de crisis y recuperar la continuidad de la empresa*»;
- ii. por otro lado, modifica los artículos relativos a la administración de las sociedades de personas (art. 2258 c.c.), anónimas (art. 2380 bis c.c.) y de responsabilidad limitada (art. 2475 c.c.), señalando que «*la gestión de la empresa debe desarrollarse respetando lo dispuesto en el artículo 2086, párrafo segundo* [es decir, sobre la base de una estructura organizativa, administrativa y contable adecuada a la naturaleza y a las dimensiones de la empresa] *y corresponde en exclusiva a los administradores*».

VIII. ESTRUCTURAS ADECUADAS, INFORMACIÓN SOCIETARIA Y TUTELA DE LOS INVERSORES: LA NORMATIVA ITALIANA Y EL «PLAN DE ACCIÓN FINTECH» DE LA COMISIÓN EUROPEA (BREVES CONSIDERACIONES)

Las normas que acabamos de mencionar parecen destinadas a encontrar aplicación en el ámbito de las sociedades de responsabilidad limitada, asumiendo una mayor importancia si cabe en aquellas que recurran a los mercados de capital riesgo.

En este sentido, parece innegable que las sociedades que emiten títulos destinados a la captación de ahorro a través de portales de Internet ya están, a día de hoy, obligadas a dotarse de estructuras adecuadas. Esta obligación se desprende: i) de la normativa sobre prestación de servicios de inversión, y, en particular, de las reglas sobre recepción y ejecución de órdenes y del régimen jurídico de los sistemas de negociación distintos de los mercados regulados (arts. 77 bis y ss. TUF); y ii) de las normas sobre *equity crowdfunding* introducidas por el mencionado Decreto-ley, núm. 179, de 2012 (en la redacción dada por el Decreto-ley, núm. 3, de 2015), que constituye uno de los modelos normativos sobre emitentes en plataformas digitales más interesantes a escala europea (la posibilidad de que «el emiteente digital» se configure como un nuevo tipo o subtipo societario ha sido planteada, en la doctrina italiana, por Marco Lamandini).

Por lo demás, el reciente «*Plan de acción Fintech*», presentado por la Comisión Europea el 8 de marzo de este año²⁶, también se inspira, en cierta medida, en la normativa italiana. Como es sabido, este Plan de Acción contempla una Propuesta de Reglamento relativo a los proveedores europeos de servicios de financiación participativa (PSFP) para empresas (COM 2018/113/D²⁷) dirigida, en concreto, a permitir que las plataformas de *crowdfunding* europeas puedan expandirse, poniendo en contacto a inversores y empresas de toda la Unión, y ofreciendo a los emprendedores mayores oportunidades para exponer sus ideas a un público más amplio de inversores, a fin de ampliar el acceso de las empresas a esta forma de financiación innovadora y de establecer las premisas para una competencia efectiva con los dos grandes actores norteamericanos (las plataformas *online* Indiegogo y Kickstarter) que actualmente dominan el mercado del *crowdfunding* a escala mundial. Y resulta interesante observar cómo lo que pretende crear el legislador europeo, a través de esta propuesta, es, en palabras de la propia Comisión, un «campo de pruebas normativo», que permita «a las empresas de tecnología financiera de nueva creación y a otros agentes innovadores, llevar a cabo experimentos en directo en un entorno controlado, bajo la supervisión del regulador».

Desde esta perspectiva, puede resultar interesante llamar la atención sobre el experimento normativo que ha llevado a cabo el legislador italiano –antes que ninguno y con propuestas ciertamente vanguardistas– en un intento por conciliar el objetivo de crear un contexto favorable para quienes inviertan en empresas que operen en sectores innovadores (y ahora en todas las pequeñas y medianas empresas), con la exigencia de controlar los riesgos y de ofrecer una protección adecuada a tales inversores.

Se trata, por el momento, de un mosaico en construcción, cuyas piezas fundamentales son las normas relativas a la información legal sobre los datos societarios, que se realiza mediante su publicación en la sección especializada del Registro Mercantil, pero que, tal y como establece el artículo 25.11 del Decreto-ley 179/2012,

26. Disponible en: <http://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/1/2018/ES/COM-2018-109-F1-ES-MAIN-PART-1.PDF>; mayo de 2018.

27. Disponible en: https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:0ea638be-22cb-11e8-ac73-01aa75ed71a1.0007.02/DOC_1&format=PDF; mayo de 2018.

debe estar disponible también «*en soporte informático y en un formato tabular que pueda ser gestionado por los motores de búsqueda, con posibilidad de ser elaborada y publicada de nuevo de forma gratuita por los terceros*», así como en la página web del emitente (en la que deberán publicarse asimismo los pactos parasociales que eventualmente pudieran existir: v. el art. 24 del Reglamento de la Consob, núm. 18.592, de 2013²⁸).

Otra de las piezas de este mosaico está representada por las normas que permiten la constitución de la sociedad por medios telemáticos (art. 3.10 bis del Decreto-ley 3/2015), pudiendo acogerse las *start up* innovadoras al modelo de estatutos-tipo propuesto por el propio legislador (con una serie de alternativas que permiten dar cobertura a las principales necesidades de los operadores: el modelo está publicado en la Gaceta Oficial, núm. 56, de 8 de marzo de 2016).

Finalmente, el cuadro se completa con las previsiones contenidas en el citado Reglamento de la Consob, núm. 18.592, de 26 de junio de 2013, que reconocen a quienes inviertan a través de plataformas digitales: i) el derecho a desistir en el plazo de siete días desde el momento en que se realizó la inversión, en coherencia con el *ius poenitendi* de los contratos celebrados fuera del establecimiento; y ii) el derecho a la venta conjunta en caso de transmisión del control de la sociedad emitente, en línea con el régimen de la opa obligatoria.

Sobre las bases de este *security law*, todavía embrionario, se asientan las nuevas –y «revolucionarias»– normas de *corporate law*, que hemos ido analizando a lo largo de este trabajo. En ellas, se regula la emisión de clases de participaciones estandarizadas (y, para las sociedades limitadas innovadoras, también de instrumentos financieros participativos); se permite, asimismo, la oferta al público de tales productos financieros e, incluso, su adquisición por parte de la sociedad emisora; y se facilita, por último, su negociación, mediante procedimientos que se asemejan a la gestión centralizada de instrumentos financieros desincorporados, por excepción a lo previsto en el artículo 2470 c.c.

IX. EN BUSCA DEL SISTEMA PERDIDO: ¿DE DESCARTES AL RELOJ DE ARENA?

A la vista de este breve repaso por las principales novedades que, a lo largo de 2017, han contribuido a rediseñar el marco normativo de referencia de la forma societaria más utilizada en Italia, no es fácil sugerir una pauta de interpretación de los objetivos perseguidos por el legislador. Como tampoco lo es explicar el complejo cuadro regulatorio que resulta de haber extendido a todas las pymes que adopten la forma de sociedad limitada las novedades pensadas, en un principio, para las empresas innovadoras.

En el contexto tradicional, la relación proporcionalmente inversa existente entre el grado de apertura al mercado de la forma jurídica de la empresa y el grado de autonomía estatutaria podía representarse, sobre los ejes cartesianos, mediante la rama

28. *Regolamento sulla raccolta di capitali di rischio tramite portali on-line. Adottato con delibera n. 18592 del 26 giugno 2013* (disponible en: http://www.consob.it/documents/46180/46181/reg_consob_2013_18592.pdf/54eae6e4-ca37-4c59-984c-cb5df90a8393; mayo de 2018).

de una hipérbola. Ahora, sin embargo, esta figura parece haber dado paso a algo que se asemeja más a un «reloj de arena», en cuya base se situarían las sociedades limitadas de carácter innovador; en el centro, todas aquellas sociedades limitadas que, aun no operando en sectores innovadores, pueden calificarse como pymes; y, en la parte superior, las sociedades anónimas.

Las pymes que no tengan carácter innovador, a diferencia de las que sí lo posean, tienen prohibido emitir instrumentos financieros participativos, pero, al igual que aquéllas, pueden captar capital de riesgo en el mercado, ofreciendo de forma directa, indistinta y generalizada al ahorro público la adquisición de participaciones sociales estandarizadas. Evidentemente, el objetivo es favorecer el fortalecimiento patrimonial de las pequeñas y medianas empresas, permitiéndoles captar recursos directamente en el mercado, a fin de paliar la endémica infracapitalización que perjudica notablemente sus perspectivas de crecimiento. Pero todo ello conservando, al propio tiempo, la amplia autonomía estatutaria que el Código civil reconoce a la sociedad limitada en el plano organizativo.

Si el crecimiento empresarial favorecido por el legislador lleva a la sociedad a superar las dimensiones de una pequeña o mediana empresa, el ente se verá empujado a la parte más estrecha del «reloj de arena», destinada a albergar al reducido grupo de sociedades limitadas que carecen de la condición de pyme, y que son las únicas que conservan unos rasgos tipológicos fieles al modelo introducido por la reforma de 2003. Rasgos que, sin duda, suponen una rémora a la autonomía estatutaria y, por tanto, un incentivo o acicate para la transformación en sociedad anónima.

En efecto, hoy en día, el número de «grandes» sociedades limitadas es realmente escaso, pero está llamado a reducirse aún más si cabe en el futuro. Esta categoría se verá restringida, previsiblemente, a aquellas sociedades limitadas que, desde sus orígenes, o como resultado de la evolución experimentada durante la fase de pyme, estén dotadas de unos recursos patrimoniales que les permitan no tener que recurrir a los mercados de capital riesgo que está vetado para este tipo de sociedades (o pasa a estarlo en el momento en el que se superan los umbrales de la pequeña y mediana empresa).

Se trata de supuestos insignificantes desde un punto de vista numérico, pero que no dejan de tener cierta relevancia en el plano cualitativo (piénsese, por ejemplo, en aquellas sociedades limitadas pertenecientes al sector industrial, que están sujetas a la dirección de una matriz cotizada, y que asumen la función de pulmón financiero del resto de sociedades del grupo).

Por el contrario, si la sociedad limitada (que nace o llega a ser) «grande» pretende afrontar un nuevo proceso de expansión recurriendo al mercado de capital riesgo (y sin sacrificar el número de trabajadores), se verá empujada inevitablemente fuera del centro del «reloj de arena», hacia la parte superior del mismo, donde se sitúan las sociedades anónimas y en cuyo vértice se alcanza el punto máximo de evolución, representado por la cotización en bolsa. Cotización que, en estos casos, se verá favorecida, además, por la posibilidad de recurrir a la opción del mercado alternativo bursátil, mucho mejor adaptado a esta realidad empresarial, y que está experimentando un éxito creciente en Italia.

Como conclusión a estas primeras reflexiones, necesariamente provisionales, cabe hacer aún un par de consideraciones.

La primera es que la presencia de sociedades abiertas en el ámbito de las limitadas acentúa el fenómeno de hibridación y contaminación de los tipos societarios que la doctrina viene señalando desde hace tiempo. Bajo esta perspectiva, hay quien propone incluso extender a las sociedades limitadas abiertas algunas de las normas dictadas para las sociedades anónimas (no sólo sobre información pública y contabilidad, sino en relación también con los sistemas de control y auditoría de cuentas).

Una segunda reflexión se refiere a la posible presencia, en una misma sociedad, de socios con distinto estatuto jurídico: por un lado, los socios emprendedores, dotados de los derechos contemplados en el Código civil y, por otro, los socios ahorradores, que adquieren sus participaciones a través de portales *online*, a los que pueden añadirse, en las sociedades innovadoras (y, por el momento, no en el resto de pymes con forma de sociedad limitada), los inversores en instrumentos financieros participativos de cuasi capital. De ahí que se haya propuesto representar este modelo con la imagen de un átomo, en cuyo núcleo se situaría la actividad empresarial, en torno a la cual orbitaría un primer grupo de electrones, representados por los socios emprendedores; en una capa más lejana, se colocarían los socios ahorradores; y, aún más lejos, los titulares de instrumentos financieros.

Es quizá una representación metafórica un tanto simple, pero, ello no obstante, permite llamar la atención del intérprete sobre otra delicada cuestión, como es la aplicación a este tipo de sociedades, que no dejan de ser «abiertas», del principio según el cual la gestión de la empresa le correspondería en exclusiva a los administradores. Y es que, en efecto, esta última norma, que hunde sus raíces en la historia de la sociedad anónima, no puede trasladarse automáticamente a las limitadas, para las cuales, su alcance debe entenderse circunscrito a la obligación de establecer las estructuras organizativas adecuadas a la naturaleza y a las dimensiones de la sociedad emitente.

Pero no puede decirse lo mismo de las decisiones que sean propiamente de gestión, sobre las que los socios –al menos los «tradicionales» o «emprendedores»– gozan de una discrecionalidad consustancial a su condición. Es más, en el caso de que los estatutos reconozcan derechos particulares, podría llegar a hablarse de una auténtica «inherencia» de las funciones de administración al *status socii*, incluso en aquellos supuestos en los que los titulares de tales prerrogativas ostenten una participación insignificante en el capital social.

De esta forma, se culmina un escenario normativo en el que la alteración de la relación entre poder y riesgo se plantea en términos inéditos en sociedades que continúan estando abiertas a los mercados de capital riesgo. Con ello se acentúa, por una parte, la necesidad de proporcionar una información corporativa suficiente y una estructura de propiedad adecuada y, por otra, la predisposición de mecanismos de tutela de los inversores, a nivel legal y estatutario.