

SILVIA GUIZZARDI

L'ACCESSO AL CAPITALE DI RISCHIO DELLE SOCIETÀ INNOVATIVE A RESPONSABILITÀ LIMITATA

445

Quaderni di
**GIURISPRUDENZA
COMMERCIALE**

QUADERNI DI GIURISPRUDENZA COMMERCIALE

collana fondata da:

FRANCO BONELLI	FLORIANO D'ALESSANDRO
VINCENZO BUONOCORE	PAOLO FERRO-LUZZI
GAETANO CASTELLANO	AGOSTINO GAMBINO
RENZO COSTI	PIER GIUSTO JAEGER

Tutti i Quaderni di Giurisprudenza commerciale, a eccezione di quelli che accolgono gli atti di convegni, sono sottoposti a referaggio

SILVIA GUIZZARDI

**L'ACCESSO AL CAPITALE DI RISCHIO
DELLE SOCIETÀ INNOVATIVE
A RESPONSABILITÀ LIMITATA**

ISBN 9788828842927

© Copyright Giuffrè Francis Lefebvre S.p.A. Milano - 2022
Via Busto Arsizio, 40 - 20151 MILANO - www.giuffrefrancislefebvre.it

La traduzione, l'adattamento totale o parziale, la riproduzione con qualsiasi mezzo (compresi i microfilm, i film, le fotocopie), nonché la memorizzazione elettronica, sono riservati per tutti i Paesi.

Stampato da LegoDigit s.r.l. - Lavis (TN)

A Carlotta e a Pietro

INDICE SOMMARIO

<i>Introduzione</i>	1
-------------------------------	---

CAPITOLO I

L'APERTURA AL MERCATO DELLE S.R.L. INNOVATIVE

1. Il sistema di sostegno all'imprenditoria innovativa	5
2. La flessibilità finanziaria delle s.r.l. innovative e il principio di tipicità.	17
3. La disciplina applicabile alle società innovative a responsabilità limitata	25

CAPITOLO II

LE FATTISPECIE DI SOCIETÀ INNOVATIVE

1. Le <i>start up</i> innovative e i requisiti sostanziali	35
2. (<i>segue</i>) L'oggetto sociale innovativo delle <i>start up</i>	44
3. Le PMI innovative: i requisiti sostanziali e l'oggetto sociale	52
4. <i>Start up</i> innovative e PMI innovative: le due fattispecie a confronto	60
5. Il regime pubblicitario speciale delle società innovative	66

CAPITOLO III

GLI INVESTITORI IN CAPITALE DI RISCHIO PER LE SOCIETÀ INNOVATIVE A R.L.

1. Le società innovative e l'investimento in capitale di rischio	75
2. Gli incubatori certificati di <i>start up</i> innovative.	80
3. L'investimento degli investitori professionali nel capitale di rischio delle società innovative	90
4. L' <i>equity based crowdfunding</i> : un nuovo modello di finanziamento.	100
5. (<i>segue</i>) Le quote delle società innovative e la disciplina del mercato secondario.	109

CAPITOLO IV

LE CATEGORIE DI QUOTE E GLI STRUMENTI FINANZIARI PARTECIPATIVI NELLE SOCIETÀ INNOVATIVE A R.L.

1. L'emissione di categorie di quote	117
2. Le categorie di quote e i limiti all'emissione queste	121

3.	Le categorie di quote non proporzionali e dotate di diritti diversi . . .	127
4.	Le possibili modulazioni dei diritti di voto spettanti alle categorie di quote.	135
5.	L'assetto dei diritti di informazione e controllo e la tutela dei soci nelle società innovative a responsabilità limitata	140
6.	L'apertura al mercato del capitale di rischio e i vincoli al trasferimento dei soci di controllo	144
7.	Gli strumenti finanziari partecipativi emessi dalle <i>start up</i> e dalle PMI innovative	154
	<i>Bibliografia</i>	167

INTRODUZIONE

Il presente lavoro concerne il ricorso al mercato del capitale di rischio da parte delle società innovative a responsabilità limitata, siano esse *start up* tecnologicamente innovative come pure PMI innovative.

La scelta di introdurre nell'ordinamento una disciplina agevolativa ed incentivante della imprenditoria innovativa nasce in un preciso momento storico, caratterizzato dalla crisi economico-finanziaria iniziata nel 2008 che ha evidenziato come le imprese italiane presentassero un *deficit* strutturale di innovazione tale da non garantire resilienza né alle stesse né al sistema economico nel suo complesso.

Il dibattito che ne è conseguito si è concentrato sull'esigenza di favorire la nascita e lo sviluppo di nuove realtà imprenditoriali a carattere innovativo, in ragione della condivisibile convinzione che le imprese che non innovano siano irrimediabilmente destinate a perdere nel tempo competitività.

Sono stati così predisposti due interventi normativi in materia, i quali si inseriscono in un quadro più ampio di provvedimenti volti a contrastare il periodo di crisi economica e a dare impulso ad un'economia ormai stagnante, in un contesto macroeconomico globale estremamente complesso, caratterizzato, da un lato, da una sempre maggiore sfida competitiva proveniente da parte dei Paesi emergenti e, dall'altro, da tecnologie e processi di produzione e distribuzione in costante, velocissima evoluzione nei paesi maggiormente industrializzati.

Il primo intervento è rappresentato dal d.l. 18 ottobre 2012, n. 179 (il c.d. decreto *Crescita bis*), convertito con modificazioni dalla legge 17 dicembre 2012 n. 221, che ha introdotto nell'ordinamento italiano una disciplina *ad hoc* per le c.d. *start up* innovative, imprese cioè di recente costituzione in forma societaria che si occupano prevalentemente di sviluppare, produrre e commercializzare prodotti e servizi innovativi ad alto valore tecnologico.

Il processo normativo a sostegno dell'innovazione è continuato con un secondo intervento: il d.l. 24 gennaio 2015, n. 3, in materia di misure urgenti per il sistema bancario e gli investimenti, (il c.d. *Investment Compact*), convertito con modificazione dalla legge 24 marzo 2015 n. 33.

Tale provvedimento, all'articolo 4, introduce una nuova figura di impresa: la piccola e media impresa innovativa (PMI innovativa). Si tratta di un'impresa di piccole-medie dimensioni, secondo la definizione contenuta nella Raccomandazione 2003/361/CE, che opera nel campo dell'innovazione anche non tecnologica, a prescindere dalla data di costituzione di essa e dalla formulazione dell'oggetto sociale, a cui è estesa una gran parte dello statuto normativo dettato per le *start up* innovative.

Il *corpus* normativo in materia di innovazione ha così delineato due diverse figure di società innovative, le *start up* innovative e le PMI innovative, la cui disciplina presenta una marcata linea di continuità, essendo estesa alla PMI innovativa gran parte dello statuto speciale previsto per la *start up*. Una volta superata la fase di avvio, le imprese che intendano continuare a sviluppare un modello imprenditoriale fondato sull'innovazione possono beneficiare delle disposizioni di favore previste per le *start up*, mutando l'iscrizione nel Registro delle imprese della durata massima quinquennale con quella di PMI innovative, a differenza della prima temporalmente illimitata, purché siano rispettati i limiti dimensionali e la componente innovativa minima prevista dall'art. 4 del d.l. 3/2015.

Le due fattispecie di società innovative, come si dimostrerà nel corso del presente lavoro, non sono tuttavia progressivamente coincidenti. Sebbene, a mio avviso, avrebbero dovuto (e potuto) porsi in una relazione di progressione dall'una (la *start up*) all'altra (la PMI), secondo un'ideale linea di crescita che vede l'impresa innovativa muoversi da una prima fase di avvio ad una fase di impresa più stabile e consolidata sul mercato, queste presentano invece ampie divergenze con particolare riferimento al requisito dell'innovatività.

Le differenze in materia di requisiti anche attinenti all'innovazione e la non completa coincidenza della disciplina di favore, in particolare l'esenzione dal fallimento prevista solo per la *start up* tecnologicamente innovativa, pongono la necessità di identificare con assoluta precisione i confini delle due fattispecie di società innovative, soffermandosi sull'esame dei requisiti sostanziali di cui ciascuna di esse deve essere in possesso e sugli elementi di differenziazione.

Ricostruite le fattispecie di società innovative ed evidenziate le differenze intercorrenti tra di esse, l'indagine del lavoro si concentra sull'aspetto centrale dell'intervento in materia di società innovative: l'intento esplicito del legislatore di incentivare il ricorso al capitale di rischio in alternativa al credito bancario, anche attraverso un ampliamento delle diverse tipologie di investitori, quale volano per la nascita e lo sviluppo dell'imprenditoria innovativa.

A tale scopo, il legislatore interviene prevedendo, da un lato, un ideale percorso di crescita per tutte le imprese innovative, in qualunque forma esse siano state costituite, attraverso il coinvolgimento di diverse tipologie

di investitori, ciascuno pensato per una precisa fase del ciclo di vita dell'impresa, dall'incubazione fino all'accesso ai mercati ufficiali, e dall'altro, attraverso la previsione di strumenti finanziari che consentono alle s.r.l. innovative l'accesso al mercato del capitale di rischio: speciali categorie di quote, anche serializzate, e strumenti finanziari, eventualmente convertibili in quote di futura emissione.

Appare subito evidente come il legislatore, nella redazione dei provvedimenti dedicati alle *start up* innovative e alle PMI innovative, avesse in mente il tipo societario s.r.l.. Infatti, sebbene le società innovative possano costituirsi anche secondo la forma delle s.p.a., delle s.a.p.a., delle cooperative e della Società europea, le disposizioni più innovative e interessanti sotto il profilo del diritto societario riguardano proprio le società innovative costituite in forma di società a responsabilità limitata alle quali viene offerta la possibilità, attraverso un meccanismo di esenzioni, di mutare il proprio assetto finanziario-partecipativo e finanche offrire le proprie quote al pubblico risparmio.

L'apertura al mercato del capitale di rischio per le società innovative a r.l. rappresenta una novità di estrema rilevanza, foriera di importanti conseguenze sul piano sistematico, altresì in ragione del fatto che le suddette novità normative non sono rimaste limitate alle società innovative a r.l., ma sono state estese a tutte le s.r.l. PMI.

Tuttavia, il legislatore si è limitato a prevedere norme che portassero ad una liberalizzazione della disciplina della s.r.l. in materia di finanziamento, astenendosi dal prevedere disposizioni volte a superare le inevitabili incoerenze e i punti di attrito creati dall'innesto della nuova disciplina sulla vecchia.

È probabile che il legislatore avesse pensato che, per fornire alle imprese innovative la possibilità di aprirsi al mercato del capitale di rischio fosse sufficiente concedere alla s.r.l. libertà nella raccolta degli apporti (categorie di quote e possibilità di emettere strumenti finanziari).

Così però non è.

L'innesto del nuovo complesso normativo, consistente nella possibilità di accedere al mercato del capitale di rischio, in una struttura societaria chiusa e caratterizzata da una compagine ristretta in cui tutti i soci sono fortemente coinvolti nella gestione della società ha creato non pochi problemi interpretativi, spingendo gli operatori del diritto ad una ricostruzione della disciplina applicabile alle nuove società a responsabilità limitata che si siano avvalse delle opzioni offerte dalla disciplina istituitiva.

Sul punto, le conclusioni cui pervengo sono nel senso di escludere un ricorso sistematico alla disciplina dettata per la s.p.a. in via analogica per sopperire ad eventuali lacune della disciplina della s.r.l. o ad aporie di sistema, in ragione di una pretesa assimilazione della s.r.l. innovativa che si sia avvalsa delle opzioni offerte dalle riforme alla società per azioni.

Dalla lettura dell'intero *corpus* normativo in materia di imprenditoria innovativa, si comprende chiaramente come il fenomeno della società innovativa a r.l. aperta al pubblico risparmio (anche, ma non solo, attraverso il crowdfunding) non sia centrale né tanto meno unico e che la s.r.l. innovativa che si avvalga delle opzioni che la riforma ha introdotto in tema di accesso al capitale di rischio non sia automaticamente, e per ciò solo, una s.r.l. aperta. Ed anzi, è del tutto verosimile che anche in Italia, come nei Paesi anglosassoni, il coinvolgimento di soci investitori professionisti sia destinato a diventare per l'ammontare di capitali investiti un fenomeno più rilevante rispetto al *crowdfunding*.

Allo scopo quindi di consentire la attuazione degli obiettivi del *corpus* normativo in materia di società innovative volti ad incentivare i diversi canali di finanziamento in capitale di rischio nelle s.r.l. innovative e ad ampliare le tipologie di investitori, in questo lavoro, si è scelto di privilegiare e valorizzare l'autoreferenzialità della disciplina propria della società a responsabilità limitata e di tentare una lettura della stessa in senso dispositivo, volta a riconoscere un ampio ruolo all'autonomia dei soci, enfatizzando il loro naturale protagonismo, in quanto soggetti perfettamente in grado di individuare l'assetto interno ad essi più congeniale e di disciplinare autonomamente i loro rapporti contrattuali. La partecipazione di ciascun socio nelle s.r.l. innovative deve poter essere affidata alla contrattazione dei soci, i quali sono gli unici in grado di individuare l'assetto organizzativo-partecipativo più efficiente per lo sviluppo del progetto imprenditoriale, adeguando la formula partecipativa alle diverse esigenze di tutti i soci coinvolti.

Del resto, l'inderogabilità delle disposizioni dettate in materia di s.r.l. non è quasi mai espressamente indicata dal legislatore, ma è piuttosto il risultato di una interpretazione della dottrina tesa ad estendere la provincia del diritto societario inderogabile ben oltre le frontiere definite dalle norme positive.

CAPITOLO I

L'APERTURA AL MERCATO DELLE S.R.L. INNOVATIVE

SOMMARIO: 1. Il sistema di sostegno all'imprenditoria innovativa. — 2. La flessibilità finanziaria delle s.r.l. innovative e il principio di tipicità. — 3. La disciplina applicabile alle società innovative a responsabilità limitata.

1. *Il sistema di sostegno all'imprenditoria innovativa.*

La crisi economico-finanziaria iniziata nel 2008 ha evidenziato le conseguenze negative sul sistema economico italiano di un *deficit* strutturale di innovazione in grado di garantire resilienza all'intero ecosistema.

In particolare, la crisi ha portato all'attenzione del legislatore sia l'inadeguatezza degli strumenti normativi indispensabili per gestire cicli economici sempre più brevi e con volatilità sempre più alte, sia la improrogabile necessità di allineare il contesto normativo alle migliori pratiche a livello internazionale in modo da rendere il Paese attrattivo per investitori e imprenditori a livello globale.

Il dibattito che ne è scaturito si è concentrato innanzitutto sull'esigenza di favorire la nascita e la crescita di nuove realtà imprenditoriali a carattere innovativo, in ragione della condivisibile convinzione che le imprese che non innovano siano irrimediabilmente destinate a perdere nel tempo competitività.

È stato così emanato il d.l. 18 ottobre 2012, n. 179 (il c.d. decreto Crescita *bis*) ⁽¹⁾, convertito con modificazioni dalla l. 17 dicembre 2012 n. 221, che ha introdotto nell'ordinamento italiano una disciplina *ad hoc* per le c.d. *start up* innovative, imprese cioè di recente costituzione in forma societaria che si occupano prevalentemente di sviluppare, produrre e commercializzare prodotti e servizi innovativi ad alto valore tecnologico.

⁽¹⁾ Il d.l. 179/2012 è stato convertito con modifiche in l. n. 221/2012. Le norme dedicate alle *start up* innovative sono state rimaneggiate dopo soltanto pochi mesi dalla loro emanazione per effetto del d.l. 28 giugno 2015, n. 76 (Decreto Lavoro) convertito con emendamenti nella l. 9 agosto 2015, n. 99 ed integrate con il d.l. 31 maggio 2014, n. 83 (Decreto cultura e turismo) convertito nella l. 29 luglio 2014, n. 106, che ha previsto la *start up* turismo.

Tale decreto si compone di un insieme di norme che operano su più piani (societario, tributario, fiscale, laburistico, fallimentare), seguendo un approccio che la stessa relazione di accompagnamento al d.l. 179/2012 definisce sistemico. Le norme sono contenute nella sezione IX del succitato decreto (artt. da 25 a 32), con la denominazione *Misure per la nascita e lo sviluppo di imprese di start up innovative*, diretto “a favorire la crescita sostenibile, lo sviluppo tecnologico, la nuova imprenditorialità e l’occupazione, in particolare giovanile” (2); e, al tempo stesso, finalizzato a “contribuire allo sviluppo di nuova cultura imprenditoriale, alla creazione di un contesto maggiormente favorevole all’innovazione, così come a promuovere maggiore mobilità sociale e ad attrarre in Italia talenti e capitali dall’estero” (3).

La necessità di realizzare e consolidare un ecosistema nazionale dell’innovazione in grado di affrontare la concorrenza internazionale e ispirare una modernizzazione del paradigma imprenditoriale italiano ha fatto sì che il processo normativo a sostegno dell’innovazione continuasse con un secondo intervento: il d.l. 24 gennaio 2015, n. 3, in materia di misure urgenti per il sistema bancario e gli investimenti, (il c.d. *Investment Compact*) (4), convertito con modificazione dalla legge n. 33/2015.

Tale provvedimento, all’articolo 4, introduce una nuova figura di impresa: la piccola e media impresa innovativa (PMI innovativa). Si tratta di un’impresa di piccole-medie dimensioni secondo la definizione contenuta nella Raccomandazione 2003/361/CE, che opera nel campo dell’innovazione anche non tecnologica, a prescindere dalla data di costituzione di essa e dalla formulazione dell’oggetto sociale, a cui è estesa una gran parte dello statuto normativo dettato per le *start up* innovative (5).

(2) Nel testo del provvedimento non vi sono (più) riferimenti all’età dei soci, tuttavia, come sottolineato nella Relazione di accompagnamento, non è estranea al decreto la finalità di favorire l’imprenditoria giovanile. I giovani sono, infatti, i destinatari privilegiati della normativa in ragione del fatto che questi presentino indubbiamente maggiori propensione e capacità ad impegnarsi in attività innovative nei ruoli imprenditoriali, mitigando limitazioni non connesse ad elementi di scelta personale.

(3) Così testualmente la Relazione di accompagnamento al d.l. 179/2012.

(4) Il d.l. 3/2015 (c.d. *Investment Compact*) rappresenta la tappa successiva del percorso in materia di imprenditoria innovativa. Tale provvedimento, oltre ad introdurre una nuova figura di impresa, la PMI innovativa, ha ulteriormente modificato la disciplina propria delle *start up* innovative costituite in forma di s.r.l.. All’art. 4, infatti, si estende lo *status* di *start up* — e la relativa disciplina agevolativa — da 4 a 5 anni; si introduce la possibilità che l’atto costitutivo di tali società e le successive modificazioni di esso possano essere redatti, oltre che per atto pubblico, altresì per atto sottoscritto con firma digitale; e si prevede una circolazione dematerializzata per le quote emesse da *start up* innovative oggetto di offerta al pubblico tramite portali *on line*. La possibilità che le quote possano circolare anche in modalità dematerializzata è estesa anche alle PMI innovative.

(5) Lo statuto speciale previsto per le due fattispecie di società innovative è per lo più coincidente. Le disposizioni di diritto societario comuni ad entrambe le fattispecie di società innovative sono quelle che, in deroga alla disciplina generale, consentono alle *start up* innovative e alle PMI innovative che si siano costituite in forma di s.r.l. di: i) emettere

Sebbene le disposizioni contenute nel *corpus* normativo in materia di società innovative, siano esse *start up* innovative come pure PMI innovative, si inseriscano nel quadro di una serie di interventi volti a contrastare il periodo di crisi economica iniziato nel 2008 e a dare impulso ad un'economia ormai stagnante, le finalità di tale disciplina non si esauriscono in esigenze di carattere contingente.

Il *corpus* normativo quale sopra delineato è esplicitamente teso al rilancio dell'economia nazionale e, più in particolare, dell'imprenditoria innovativa, in un contesto macroeconomico globale estremamente complesso, caratterizzato, da un lato, da una sempre maggiore sfida competitiva proveniente da parte dei Paesi emergenti e, dall'altro, da tecnologie e processi di produzione e distribuzione in costante, velocissima evoluzione nei paesi maggiormente industrializzati (6).

L'Italia ha, infatti, accumulato nel corso degli ultimi decenni un elevato *deficit* di innovazione e sviluppo, amplificato da tassi di crescita economica nettamente più bassi rispetto ai principali Paesi concorrenti, anche in settori economici tradizionali ed apparentemente meno sensibili all'impatto dell'innovazione tecnologica (7). Dai dati statistici disponibili emerge un quadro poco rassicurante che vede l'Italia ancora tra gli innovatori moderati, vale a dire tra i Paesi in cui si innova meno di quanto si faccia mediamente nell'Unione Europea (8).

In tale contesto, la disciplina in materia di società innovative rappre-

categorie di quote standardizzate, dotate di diritti diversi, a voto limitato o addirittura senza diritto di voto, anche in deroga alla regola della proporzionalità tra diritti sociali e partecipazioni; *ii*) emettere strumenti finanziari partecipativi; *iii*) compiere operazioni sulle proprie partecipazioni, purché queste siano compiute in attuazione di piani di incentivazione che prevedano l'assegnazione di quote di partecipazione a dipendenti, collaboratori, o componenti dell'organo amministrativo, prestatori di opera e servizi, anche professionali; *iv*) offrire al pubblico quote di capitale sociale, anche attraverso portali *on line*, in deroga all'art. 2468, c.c. (art. 26 d.l. 179/2012). Sono altresì applicabili sia alle *start up* innovative che alle PMI innovative le disposizioni che introducono un allentamento dei vincoli sul capitale e quelle che prevedono la possibilità che il trasferimento delle partecipazioni delle s.r.l. offerte al pubblico mediante piattaforme di *crowdfunding* avvenga in via sostanzialmente dematerializzata, sul modello dei sistemi di gestione accentrata. Trovano invece applicazione solo con riferimento alle *start up* innovative, non essendo richiamate per le piccole e medie imprese innovative, le norme che prevedono un'esenzione dal fallimento e dalle altre procedure concorsuali.

(6) Cfr. Circolare Assonime n. 6/2016, *Le imprese innovative*, 5.

(7) Anche prima della crisi economica globale iniziata nel 2008, l'Italia lamentava un divario significativo a livello di PIL *pro capite* rispetto agli altri Paesi maggiormente sviluppati dell'OCSE, che negli anni immediatamente precedenti alla crisi è ulteriormente aumentato a causa di un tasso medio di crescita economica ampiamente inferiore a quello registrato nella maggior parte dei Paesi OCSE. Cfr. *Economic Policy Reforms: Going for Growth*, Parigi, 2011, OECD Publishing.

(8) Ci si riferisce all'*European Innovation Scoreboard* del 2020, disponibile sul sito https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/QANDA_20_1150, che ha stilato una classifica dei Paesi dell'Unione Europea in base alla loro capacità di innovare, collocando tutt'ora l'Italia in posizioni medio-basse, tra gli innovatori definiti come moderati, preceduta non solo da paesi appartenenti all'area Scandinava e dalla Germania, ma anche dal Regno Unito, Francia e Austria.

senta, evidentemente, un passo importante, necessario, ma certamente di per sé non sufficiente. Per ovviare al *deficit* di innovazione e sviluppo particolarmente gravoso, e quindi incrementare strutturalmente il tasso di innovazione del sistema Paese nel suo complesso e dei diversi attori economici che lo compongono, sarebbe, infatti, necessaria una politica industriale che andasse al di là di iniziative congiunturali e che affrontasse i grandi temi dello sviluppo tecnologico e delle dinamiche competitive future e che, soprattutto, provasse a formulare una strategia di sostegno all'imprenditorialità e all'innovazione attraverso la previsione di interventi ad effetti strutturali.

Sul tema delle politiche industriali e sulle modalità di sostegno all'innovazione si è sviluppato in tutti i principali Paesi europei un vivace dibattito, anche a seguito della gravissima crisi economica iniziata nel 2008 ⁽⁹⁾. Anzi, proprio la recente crisi economico-finanziaria acuita dall'attuale scenario epidemiologico, e la conseguente necessità di individuare strategie utili a spingere la produttività fuori dalla spirale negativa, hanno rilanciato la riflessione sul ruolo dello Stato, o, meglio, dei pubblici poteri nell'economia.

Il dibattito in Europa ha progressivamente messo a fuoco una diversa concezione dell'intervento pubblico che vede ormai superata la tradizionale visione dei mercati efficienti e la conseguente diffidenza verso qualsiasi intervento dello Stato nell'individuare le linee di sviluppo industriale e nelle scelte di investimento delle imprese.

La dottrina economica sottolinea come l'insieme di informazioni asimmetriche e mercati largamente imperfetti e incompleti (cioè privi di opzioni assicurative contro ogni evento futuro) faccia in modo che le imprese, prudenzialmente avverse al rischio, tendano a non intraprendere processi innovativi per loro natura altamente rischiosi, con il risultato inevitabile che il progresso del sistema nel suo complesso verso stadi più evoluti venga rallentato ⁽¹⁰⁾.

Un intervento pubblico che concentri i propri sforzi in progetti a lungo termine e caratterizzati da elevato tasso di rischio, consentirebbe, invece, alle imprese di non limitarsi ad una mera innovazione incrementale a basso rischio e promuoverebbe un sistema nazionale di innovazione mirato a

⁽⁹⁾ Il dibattito sulle modalità di sostegno all'innovazione in molti Paesi europei quali Germania, Francia e i Paesi dell'Europa centro-settentrionale si è tradotto in interventi strutturali e strategici di indirizzo, coerenti con gli ambienti economici sottostanti e le potenzialità di sviluppo considerate più promettenti nel medio — lungo termine.

⁽¹⁰⁾ In questo senso, v. ONIDA, *Finanza per lo sviluppo e l'innovazione nel quadro europeo: strumenti, risorse (piano Juncker), capitali pazienti*, in *Una nuova politica industriale in Italia, investimenti, innovazione, trasferimento tecnologico*, Passigli Editori, 2016, 65 e ss.

stimolare la propensione dell'innovazione delle imprese con l'obiettivo di incrementare la produttività nel medio-lungo periodo ⁽¹¹⁾.

Si assiste così ad un superamento della tradizionale dicotomia tra un approccio per così dire più interventista ed uno più liberista, in favore di una dinamica collaborativa e di sistema in cui pubblico e privato sfruttano una sinergia strategica tesa ad incentivare l'innovazione ⁽¹²⁾.

Un sistema di sostegno all'innovazione come sopra descritto necessita di un approccio integrato e non può prescindere da alcuni elementi di base: *i*) l'identificazione di aree di ricerca trasversali in settori economici nascenti di particolare rilievo per l'economia sottostante; *ii*) un sostegno chiaro da parte delle istituzioni pubbliche centrali ed una guida congiunta che coinvolga il governo e gli istituti pubblici di ricerca; *iii*) la sistematizzazione del processo di trasferimento di tecnologia e conoscenza dalle università e/o centri di ricerca alle imprese; *iv*) un sistema di incentivi industriali con orizzonte pluriennale per favorire l'adozione di progetti innovativi di lungo periodo da parte delle imprese; *v*) la diversificazione delle fonti di finanziamento alle imprese rispetto al solo canale bancario, anche attraverso la creazione di operatori finanziari pubblico-privati focalizzati sul finanziamento di iniziative di sviluppo ⁽¹³⁾.

In Italia, invece, il dibattito sulle politiche di sostegno all'imprenditoria innovativa e, più in generale, sul ruolo dello Stato quale stimolatore delle innovazioni è stato, e continua ad essere, alquanto modesto e discontinuo.

La stessa idea di un intervento pubblico in campo economico desta, ancora oggi, perplessità — quando non vero e proprio scetticismo — in parecchi osservatori, i quali richiamano gli insuccessi e le contraddittorietà delle politiche italiane dal dopoguerra ai primi anni novanta del secolo scorso, specie quelle che erogavano discrezionalmente agevolazioni statali ⁽¹⁴⁾. Prevale (ancora) un approccio sostanzialmente liberista, che

⁽¹¹⁾ Il settore pubblico dovrebbe avere la forza e la capacità di visione che gli permetterebbero di creare le condizioni perché le imprese private riescano a creare e a garantire la realizzazione di quel modello di sviluppo intelligente, sostenibile e inclusivo che da sole non sono in grado di realizzare.

⁽¹²⁾ È il ruolo dello Stato innovatore, stimolatore cioè delle innovazioni e catalizzatore delle capacità latenti delle imprese nel conquistare nuovi vantaggi competitivi, sotto l'incalzare della concorrenza da parte sia dei Paesi più avanzati che dei Paesi emergenti. Così MAZZUCATO, *The Entrepreneurial State: Debunking Public vs. Private Sector Myths*, Aethem, 2013 (trad. it., *Lo Stato innovatore*, Laterza, Bari-Roma, 2014).

⁽¹³⁾ In questo senso ONIDA, (nt. 10), 65 e ss.

⁽¹⁴⁾ Fino a qualche decennio fa, la sola espressione "politica industriale" evocava logiche perverse in quanto si pensava che tale opzione di *policy* servisse solamente a scegliere i vincitori, distorcendo la competizione e creando spazi per un rapporto non equilibrato tra politica e mondo degli affari. Oggi la politica industriale è vista come una sfida che i Governi affrontano nel ricercare strumenti "*competition friendly*" attraverso i quali stimolare la crescita, sostenere il sistema produttivo e mitigare gli svantaggi competitivi derivanti dalle politiche di sostegno all'offerta dei Paesi concorrenti. In questo senso, si può leggere

caratterizza il nostro Paese come eccezione in campo internazionale, ma che finisce per negare a priori la possibilità di politiche pubbliche che possano indirizzare ed accelerare i processi di innovazione industriale. Lo Stato minimizza i suoi interventi e si limita a creare un contesto favorevole all'imprenditoria innovativa, incentrando la propria politica industriale su forme di intervento indirette. I meccanismi agevolativi previsti in Italia negli ultimi anni sono composti infatti da una combinazione di agevolazioni fiscali, contributi o sovvenzioni, meccanismi di ammissione privilegiata al finanziamento bancario.

In questo senso, ad eccezione del Decreto Crescita *bis* e del Decreto *Investment Compact* che — come si dirà — presentano caratteristiche in parte diverse, sono state previste una serie di misure, non collegate fra loro, utili allo sviluppo delle imprese. Basti pensare alla serie di misure agevolative, quali il c.d. *patent box* che introduce sgravi fiscali su brevetti, marchi, opere dell'ingegno e altri beni immateriali (*ex art. 1, commi 37-45, l. 190/2014 come modificato dal d.l. n. 3/2015*); il credito di imposta per le spese in ricerca e sviluppo di cui all'art. 1, comma 35, della l. n. 145/2013; o, ancora, una serie di sgravi contributivi all'assunzione nelle imprese di dottori di ricerca e laureati magistrali (*legge stabilità 2015 e bilancio pluriennale 2016-2018*).

Sono state previste misure volte a sostenere gli investimenti produttivi: il d.l. 69/2013, più noto come la c.d. Nuova Sabatini, prevede finanziamenti a tassi agevolati a favore di micro, piccole e medie imprese per l'acquisto — o l'acquisizione in caso di operazione di *leasing* finanziario — di macchinari, impianti, beni strumentali di impresa, *hardware* o attrezzature nuove di fabbrica ad uso produttivo.

Nel contempo, sono stati definiti altri interventi volti a migliorare le condizioni di liquidità e di accesso al credito delle imprese, nonché a ridurre il grado di sottocapitalizzazione e la forte dipendenza dal mondo bancario del sistema produttivo italiano. In questo senso, si segnala il rafforzamento e l'ampliamento dell'operatività del Fondo di Garanzia per le piccole e medie imprese grazie al quale si possono accordare garanzie pubbliche su finanziamenti erogati da istituti bancari e intermediari finanziari privati alle PMI ⁽¹⁵⁾ (il Fondo è stato altresì dotato di una nuova

l'intervento di DE BENEDETTI, *Scegliere i vincitori, salvare i perdenti. L'idea insana della politica industriale*, Venezia, 2016; così anche BASSANINI, *La politica industriale dopo la crisi: il ruolo della Cassa Depositi e Prestiti*, in *Astrid Rassegna*, n. 7, 2015, 2.

⁽¹⁵⁾ Il Fondo di Garanzia per le piccole e medie è stato istituito dall'art. 2, comma 100, della l. 662/96 allo scopo di agevolare l'accesso delle medesime a fonti di finanziamento garantite dal Fondo in sostituzione di altre forme di garanzie più onerose, quali fidejussioni o polizze assicurative. Il Fondo può intervenire a favore di imprese appartenenti a qualsiasi settore merceologico. Tra i principali provvedimenti volti a rafforzare e a razionalizzare gli interventi del Fondo si ricorda: il d.l. 69/2013, c.d. Decreto del fare, che oltre a semplificare le procedure e le modalità di presentazione delle domande, ha ampliato la platea dei beneficiari e ha rimodulato le percentuali massime di copertura; il Decreto del Ministro dello

sezione specificamente destinata a progetti di innovazione e ricerca ⁽¹⁶⁾); la costituzione da parte di Cassa Depositi e Prestiti nel 2010 del Fondo Italiano di Investimento che interviene nel capitale di rischio delle PMI, quali imprese caratterizzate da rilevanti tassi di crescita e vocazione all'*export* e quindi da un alto tasso di innovazione. La costituzione del Fondo per la Crescita Sostenibile con il d.l. n. 83/2012 allo scopo di erogare finanziamenti agevolati e contributi alla spesa attraverso bandi pubblici. E ancora, l'ampliamento dell'applicabilità dell'Aiuto alla Crescita Economica (ACE) prevista dal d.l. n. 201/2011 e l'introduzione della Super ACE di cui al d.l. n. 91/2014, entrambi previsti allo scopo di rafforzare la patrimonializzazione del sistema produttivo e a spingere le imprese a quotarsi in Borsa.

Ancora, non si può non citare il piano "Industria 4.0", introdotto dalla l. 232/2016 e concepito per orientare in modo organico gli incentivi alle imprese a favore degli investimenti per l'innovazione e la competitività. Tale piano, che ambisce a spostare l'industria italiana verso la frontiera tecnologica in un'ottica non congiunturale ⁽¹⁷⁾, si articola in una serie di provvedimenti a sostegno dell'imprenditoria innovativa già presenti nell'ordinamento e dunque già collaudati, senza contemplare l'adozione di nuove misure *ad hoc*. Infatti, le imprese disposte ad investire in beni funzionali alla trasformazione tecnologica dei processi produttivi, indipendentemente dall'attività da queste svolta, dalle dimensioni e dalla loro localizzazione geografica, possono beneficiare dei meccanismi agevolativi già esistenti tra i quali rientrano: i crediti di imposta per la ricerca e lo sviluppo, gli ammortamenti straordinari per l'acquisto di beni strumentali alle imprese ad alta tecnologia, i regimi opzionali di tassazione per i redditi

sviluppo economico, di concerto con il Ministro dell'economia e delle finanze, del 27 novembre 2013, che prevede l'intervento del Fondo anche per operazioni di finanziamento per l'acquisto di beni strumentali. Ed infine, il d.m. 6 marzo 2017 contenente il nuovo sistema di valutazione delle imprese ai fini dell'accesso al Fondo di garanzia, basato sulle probabilità di inadempimento.

⁽¹⁶⁾ Si tratta della Sezione Grandi Progetti di ricerca e innovazione industriale, introdotta con la l. n. 147/2013, c.d. legge di stabilità per il 2014, art. 1, comma 48, lett. b). La Sezione speciale garantisce un portafoglio di finanziamenti concessi dalla Banca europea degli Investimenti (di seguito, BEI) con una copertura massima del 20%, fino a un importo di 100 milioni di euro. I finanziamenti possono essere erogati direttamente dalla BEI o per il tramite di banche e intermediari finanziari. Le richieste di accesso ai finanziamenti, sia diretti sia intermediati, sono valutate in piena autonomia dalla BEI.

⁽¹⁷⁾ Più nel dettaglio, con l'espressione "industria 4.0" ci si riferisce ad un processo di integrazione delle tecnologie digitali nella produzione manifatturiera e nei servizi, attraverso l'implementazione e il ricorso ad un insieme di tecniche, quali la manifattura additiva, il *cloud*, i *big data*, la realtà aumentata, l'*internet* delle cose e la robotica, allo scopo di standardizzare e migliorare i processi produttivi e i risultati di questi ultimi nonché l'erogazione di servizi. Il piano nazionale "industria 4.0" non si limita a prevedere a favore delle imprese nazionali una serie di misure fiscali a supporto degli investimenti e della spesa in Ricerca e Sviluppo, ma prevede altresì la nascita del "network nazionale industria 4.0" con lo scopo di accompagnare e supportare le imprese nella loro trasformazione digitale.

derivanti dall'utilizzo di beni immateriali (c.d. *patent box*), le deduzioni agli imponibili Irpef e Ires per l'investimento nel capitale di rischio delle imprese innovative; la Nuova Sabatini e l'accesso alle garanzie pubbliche sui finanziamenti tramite il Fondo di Garanzia.

Gli interventi citati assumono, in prevalenza, la forma di incentivazioni orizzontali, indirette e automatiche ⁽¹⁸⁾, confermando così l'idea secondo cui in Italia la politica industriale è sostanzialmente finanza agevolata ⁽¹⁹⁾.

Tale assetto degli strumenti a sostegno delle imprese è determinato certamente della ristrettezza delle risorse pubbliche e dei tagli alla politica economica degli ultimi anni (come noto, il bilancio nazionale è sottoposto agli stringenti vincoli imposti dalla Commissione europea e dalla Costituzione nonché dal 2012 anche dall'avvio delle politiche europee per il *Fiscal Compact*), ma non si può non vedere in ciò anche una precisa scelta di carattere ideologico: una politica industriale incentrata su forme indirette e automatiche di incentivazione garantisce una maggiore neutralità dell'intervento pubblico nel campo dell'innovazione e dell'imprenditoria.

In tale contesto, il ruolo nell'economia che viene ad essere ritagliato da parte dei pubblici poteri è per lo più indiretto, un ruolo che si astiene dall'esprimere un orientamento mirato del comportamento degli imprenditori e che si focalizza sulla promozione di attività innovative di carattere diffuso e incrementale.

Un simile approccio potrebbe non rivelarsi necessariamente infruttuoso, purché lo Stato mantenga una visione per il futuro e, naturalmente, a condizione che vengano mantenute la disponibilità finanziaria della copertura delle varie agevolazioni e l'applicazione nel tempo delle medesime ⁽²⁰⁾.

⁽¹⁸⁾ La mancanza di una facoltà di scelta della pubblica amministrazione è presente non solo nel caso del riconoscimento delle varie misure tributarie, attribuibili solo all'esito di una procedura automatica, ma anche nelle ipotesi di erogazione di contributi di cui alla "Nuova Sabatini" e del rilascio delle garanzie del Fondo di Garanzia. I meccanismi agevolativi previsti dalla Nuova Sabatini e il rilascio delle garanzie da parte del Fondo di Garanzia sono concessi solo al termine di una istruttoria complessa volta a valutare il merito di credito. Le istruttorie sono condotte direttamente da Banche o Intermediari finanziari, i quali valutano l'erogabilità del finanziamento sulla base di indici economico-finanziari che vincolano nei fatti l'amministrazione e impediscono che quest'ultima possa compiere valutazioni discrezionali di qualsiasi tipo.

⁽¹⁹⁾ Infine, si segnala la creazione del c.d. Fondo Nazionale Innovazione attraverso la costituzione di Cdp Venture Capital SGR, i cui investimenti nel capitale di rischio delle società innovative e nei Fondi di *Venture Capital* dovrebbero sistematizzare l'avvio di un percorso volto a valorizzare il *Venture Capital* come uno degli *asset* portanti dello sviluppo dell'innovazione del Paese. Il recente avvio operativo della SGR e la frammentazione in una molteplicità di iniziative di investimento spesso preesistenti rendono difficile al momento la valutazione dell'efficacia della strada intrapresa che, comunque, ha il valore di attribuire ad un unico soggetto la responsabilità di implementazione degli indirizzi politici in materia.

⁽²⁰⁾ Una politica economica di sostegno dell'imprenditoria innovativa, comunque essa venga concepita ed attuata, non può dimenticare un intervento riformatore nel campo della

Non si può però fare a meno di osservare come una politica industriale, come quella sopra descritta, incentrata cioè principalmente su agevolazioni indirette ed automatiche alle imprese, e di tipo orizzontale, finisca per lasciare fuori dal proprio campo di applicazione la previsione di programmi ad alto rischio e ad ampio orizzonte, che per definizione presuppone la scelta di precisi settori strategici su cui intervenire e l'adozione di misure *mission oriented*.

L'esperienza soprattutto di Stati Uniti e Paesi dell'Europa centrale insegna come sia importante invece poter contare su una politica industriale di programmi per il futuro, in grado di convogliare gli sforzi pubblici verso la realizzazione di grandi progetti. Esistono mercati in cui l'innovazione, difficilmente, può prescindere da un ruolo propulsivo dello Stato, non solo quale regolatore, ma quale committente e, soprattutto, finanziatore delle innovazioni fondamentali (si pensi al caso di *Internet*), rispetto alle quali l'iniziativa imprenditoriale privata non ha forza sufficiente per realizzarsi.

Oggi, più che in passato, sembrerebbe quanto mai opportuno guardare, come in molti Paesi occidentali, a strategie di politica industriale con la consapevolezza che in alcuni casi i mercati vanno creati ⁽²¹⁾ e che le

giustizia civile. Le procedure giudiziarie, comprese quelle relative ai casi d'insolvenza, sono considerevolmente più onerose e più lunghe in Italia rispetto a quelle di numerosi Paesi dell'OCSE, il che si traduce in un evidente deterrente a fare impresa nel nostro Paese. Un altro campo che necessiterebbe di riforme è quello tributario. L'elevato livello di tassazione può indubbiamente rappresentare una barriera per la crescita delle imprese produttive, in particolare a causa del livello elevato dei contributi di previdenza sociale e delle imposte sul reddito, che si aggiungono ai costi del lavoro, senza dimenticare una reale azione di contrasto all'evasione fiscale e alla corruzione, che avrebbero un effetto positivo sull'intero sistema economico.

⁽²¹⁾ La politica industriale è tornata una priorità anche per l'Unione europea. Se finora la politica industriale europea è stata relegata ad un'appendice o ad un completamento delle politiche industriali nazionali, profonde trasformazioni dell'economia mondiale (dispersione globale della produzione, automazione, robotizzazione, competizione con le economie emergenti, interazione sempre più stretta fra manifattura e servizi) hanno fortemente contribuito ad un cambiamento di rotta rispetto al passato. In questi ultimi anni, la Commissione si è impegnata in modo sempre più energico al fine di disegnare una politica industriale, indicando l'obiettivo di riportare il peso dell'industria sul PIL al 20%, definendo una nuova *road map* per le politiche europee e soprattutto ponendo con forza il tema della necessità di invertire il processo di deindustrializzazione degli ultimi anni. Numerose sono state quindi le Comunicazioni che la Commissione ha redatto, e ancor più importanti sono stati i due Libri verdi pubblicati: *i*) il Libro Verde su *Il finanziamento a lungo termine dell'economia Europea*, con cui la Commissione ha illustrato il suo punto di vista circa la necessità di stimolare i governi e le imprese a sostenere gli investimenti a lungo termine incanalando i risparmi della pubblica amministrazione, delle imprese e delle famiglie in maniera efficace ed efficiente verso le imprese attraverso mercati finanziari aperti e competitivi; *ii*) il Libro Verde *Costruire Un'Unione dei mercati di capitali*, volto a far ripartire la crescita in Europa tramite il rilancio degli investimenti nelle imprese e nelle infrastrutture europee. Cfr. DASTOLI e VANNUCCI, *L'Europa e le politiche industriali*, in *Una nuova politica industriale in Italia, Investimenti, Innovazione, Trasferimento tecnologico*, (nt. 10), 25; ALVARO, CASELLI e D'ERAMO, *Nuovi strumenti di politica industriale per lo sviluppo e la quotazione delle PMI*, in *Quaderni giuridici Consob*, 2018, 10-11.

aspettative delle imprese e le loro relative decisioni di investimento andrebbero orientate ⁽²²⁾ per disegnare e attuare grandi progetti, per affrontare nel tempo le sfide dell'ambiente e della società e portare avanti l'innovazione nei prodotti, nei servizi e nelle soluzioni ⁽²³⁾.

In questo contesto, i recenti interventi in materia di società innovative si sono concentrati non solo su meccanismi più o meno automatici di incentivi, ma anche — e forse soprattutto — sull'innovazione delle modalità attraverso le quali articolare gli interventi.

L'azione del legislatore opera su più piani. Infatti, l'intervento in materia di società innovative mira alla creazione di un ecosistema favorevole all'imprenditoria innovativa attraverso la predisposizione di un assetto normativo autonomo basato sulle specifiche caratteristiche della stessa, volto a garantire alle imprese che fanno innovazione un ambiente normativo complessivo più protetto, soprattutto nei primi anni di vita, un orizzonte temporale di più ampio respiro per chi assume iniziative economiche, e incentivi all'investimento in ricerca e sviluppo ⁽²⁴⁾.

Inoltre, dall'esame della disciplina traspare un obiettivo ancora più ambizioso della mera delineazione di un quadro normativo di riferimento per le società innovative: il legislatore si è spinto consapevolmente nella direzione di modificare la fisionomia del tipo societario s.r.l., principale destinatario di tali misure.

Infatti, talune scelte normative contenute nei due provvedimenti sopra indicati sono concepite dal legislatore per sostenere ed incentivare lo sviluppo e la crescita dimensionale delle società innovative, anche di quelle in forma di s.r.l., attraverso il ricorso al finanziamento in capitale di rischio. Si tratta di una scelta coerente con gli obiettivi della Commissione Europea volti a rafforzare il ricorso al mercato per la raccolta di capitale da parte delle imprese, al fine di aumentarne competitività e redditività.

⁽²²⁾ Cfr. *Scenari industriali*, n. 5, giugno 2014, 105, di Confindustria in cui si sottolinea la necessità di nuove politiche di supporto all'industria affermando che *"l'intervento pubblico trova quindi una giustificazione teorica in quanto orientato a favorire una progressiva aggregazione di attività imprenditoriali intorno a progetti industriali innovativi in un'ottica di sistema — ossia tale da coinvolgere una pluralità di soggetti, non solo appartenenti alla manifattura — con specializzazioni complementari. Si tratta di interventi di politica industriale per loro stessa natura selettivi, vista la scarsità delle risorse a disposizione dello Stato, dove però la selettività non ha come obiettivo singoli sub-settori dell'economia o singole imprese (i cosiddetti campioni nazionali), ma riguarda innanzitutto le traiettorie di cambiamento, sia nei bisogni dei consumatori sia nelle tecnologie disponibili, che si intende intercettare orientando lo sviluppo del sistema produttivo e identificando a cascata le filiere produttive interessate, le loro potenziali interconnessioni e i problemi tecnici, organizzativi e normativi che ostacolano la creazione e la diffusione di nuove idee e prodotti"*.

⁽²³⁾ In questo senso v. ONIDA e VIESTI, *Introduzione: la politica industriale in Italia*, in *Una nuova politica industriale in Italia, Investimenti, Innovazione, Trasferimento tecnologico*, (nt.10), 11; v. MAZZUCATO, (nt. 12), 110; LIBERTINI, *Impresa, proprietà intellettuale e Costituzione*, in *AIDA*, 2005, 50 ss.

⁽²⁴⁾ In questo senso v. LA SALA, *Start up innovative: fattispecie e costituzione in forma di s.r.l.*, in *Riv. soc.*, 2017, 1118 e ss.

A tale scopo, il legislatore detta una disciplina fortemente innovativa per tali imprese costituite in forma di s.r.l., consentendo all'autonomia statutaria di dar vita a società con una vocazione spiccatamente capitalistica, e predispose, al tempo stesso, plurime modalità di finanziamento in capitale di rischio pensate per le diverse fasi di vita dell'impresa a cui tutte le società innovative, in qualunque forma costituite, possano rivolgersi.

Sono così introdotti anche nelle società innovative a r.l. strumenti volti alla raccolta di capitali sotto forma di investimento finanziario e sono favoriti l'apertura verso il pubblico, la categorizzazione delle partecipazioni al capitale sociale, la circolazione semplificata delle quote, l'emissione di strumenti finanziari partecipativi e l'ingresso di soci investitori più o meno interessati alla gestione della società e, conseguentemente, all'esercizio del diritto di voto.

La previsione di tali strumenti per le s.r.l. è finalizzata a rendere la disciplina di tale tipologia di società finanziariamente più flessibile per darle la possibilità di ricercare una platea più ampia di investitori, diversi dalla cerchia originaria dei soci, anche attraverso forme di appello al pubblico risparmio, che i provvedimenti in materia di società innovative identificano in: incubatori di *start up* innovative certificati; acceleratori di *start up*; *business angels*; sottoscrittori di strumenti finanziari partecipativi; investitori istituzionali; operatori di *venture capital* o *private equity*; e investitori che operano attraverso piattaforme di *equity crowdfunding*.

Il legislatore, quindi, allo scopo di incentivare non solo la nascita, ma anche lo sviluppo e la crescita dimensionale delle società innovative, e, dunque, la competitività di queste sul mercato, nazionale e non, ha tratteggiato un ideale percorso in continuità attraverso una pluralità di modalità di finanziamento ed investitori specificatamente interessati alle diverse fasi di vita dell'impresa. E ciascuna di esse, in caso di successo, rappresenta un importante forma di validazione della bontà dell'idea sulla base della quale l'imprenditore inizia il proprio percorso di sviluppo, particolarmente utile per consentirgli di accedere a forme ulteriori e più sofisticate di finanziamento.

La scelta di sostenere ed incentivare la crescita dimensionale delle *start up* e delle PMI innovative, anche nel caso in cui queste si siano costituite in forma di s.r.l., è determinata da una pluralità di ragioni non solo congiunturali, ma altresì di carattere sistemico e permanente.

Uno degli obiettivi sistemici alla base delle scelte del legislatore è rappresentato certamente dalla volontà di ovviare alla strutturale fragilità delle piccole e medie imprese italiane e di favorire una maggiore solidità finanziaria, anche in termini di un corretto rapporto tra capitale di rischio e di debito. Tali caratteristiche sono state chiaramente ed inequivocabilmente messe in evidenza dalla crisi del 2008. Le PMI italiane, infatti, si sono sempre contraddistinte per un maggiore ricorso al debito rispetto ad

altre fonti di finanziamento e una buona parte del loro indebitamento è rappresentato da prestiti bancari a breve termine, a differenza delle PMI europee, le quali presentano una minore esposizione debitoria, in generale e, prevalentemente in forma di obbligazioni e titoli di debito.

Tutto quanto sopra, viepiù rafforzato dalla contrazione del credito bancario, aggravato altresì da una serie di interventi normativi volti a prevenire le crisi dell'impresa bancaria, ha comportato ulteriori difficoltà per tutte le piccole e medie imprese nell'accesso a tale tipo di finanziamento.

In ultima analisi, non si può non considerare la particolare natura delle imprese innovative, le quali sono entità di più difficile comprensione e valutazione rispetto ad imprese di dimensioni più ampie e con modelli di *business* più consolidati.

Si tratta infatti di imprese che presentano un più elevato profilo di rischio, determinato da: *i*) potenziali di crescita di complessa quantificazione, derivanti da conoscenze scientifiche e proprietà intellettuale; *ii*) offerta di prodotto ancora non validata completamente dal mercato, con un limitato storico di vendita e caratterizzata da una rapida obsolescenza; *iii*) e mancanza di *asset* fisici che possano essere posti a garanzia dell'investimento.

Come è facile comprendere, le caratteristiche intrinseche al modello di impresa innovativa comportano maggiore difficoltà nell'accesso ai capitali, soprattutto, ma non solo, in contesti economici, come quello italiano, in cui, come già accennato, la fonte primaria di finanziamento delle imprese è rappresentata storicamente dal credito bancario a fronte di garanzie reali.

Gli interventi normativi realizzati in materia di società innovative rappresentano senz'altro esempi di rilevante incisività. Infatti, il legislatore non ha esitato a porre in discussione alcuni capisaldi fondanti dell'architettura giuridica societaria dell'ordinamento italiano, conscio che la sfida di fronte alla quale l'intero Paese si trovava necessitasse di interventi coraggiosi, a mio avviso bisognosi di successive modulazioni nel tempo, ma non più rimandabili.

Tuttavia, la possibilità di impattare strutturalmente sull'evoluzione del tessuto economico del Paese necessita di un indispensabile sforzo parallelo mirato alla definizione dei settori e/o delle aree geografiche di intervento.

In altri termini, la scelta di rendere flessibile la struttura organizzativo-partecipativa delle società innovative a r.l. è certamente un indispensabile passo per incentivare la crescita dell'imprenditoria innovativa, ma rischia di non esprimere tutto il proprio potenziale se non inserito a sostegno di scelte di politica economica che individuino e sostengano gli obiettivi identificati come prioritari nel sistema Paese.

Tutto quanto sopra assume maggiore rilevanza a fronte della scarsità di risorse di investimento pubblico con cui il sistema italiano si sta

confrontando negli ultimi decenni. Proprio in queste situazioni, scegliere per priorità garantisce la migliore allocazione di quanto disponibile.

2. *La flessibilità finanziaria delle s.r.l. innovative e il principio di tipicità.*

Gli interventi normativi di diritto societario predisposti in materia di società innovative hanno riguardato principalmente la società a responsabilità limitata che resti entro i limiti dimensionali di cui alla Raccomandazione 2003/361/CE, rendendola più flessibile nella struttura finanziaria allo scopo di ampliare le possibilità di raccogliere apporti sotto forma di capitale di rischio.

Consentendo di operare profondi interventi sulla struttura organizzativo-partecipativa di tali società, il legislatore ha reso possibile ed incentivato il coinvolgimento di un ampio numero di diverse tipologie di finanziatori in capitale di rischio per le diverse fasi del progetto imprenditoriale.

In questo senso, oltre all'*equity crowdfunding*, che è una modalità di finanziamento per nuove imprese tendenzialmente al primo stadio, sono state introdotte con i provvedimenti normativi in materia di imprenditoria innovativa una serie di disposizioni volte a delineare un ideale percorso di finanziamento che vede il coinvolgimento attraverso l'alternanza e/o la coesistenza di numerose ed altre categorie di investitori in capitale di rischio, quali incubatori di *start up*, acceleratori di *start up*, *business angels*, fondi di *venture capital* e *private equity*.

Si tratta per lo più di tipologie di investitori privati professionalmente sofisticati che supportano con investimenti principalmente in *equity* una società con attività innovativa, sostenendone la crescita e recuperando l'investimento iniziale dopo qualche anno tramite la vendita delle proprie partecipazioni a terzi o un'*IPO* e che proprio per la loro elevata competenza ad individuare iniziative imprenditoriali potenzialmente ad alto ritorno economico assumono, almeno in tutti i Paesi ad economia capitalistica, un ruolo centrale per il finanziamento delle società innovative (ben più di quanto non faccia il *crowdfunding*).

La flessibilità finanziaria di cui godono in seguito a tali recenti interventi normativi le società innovative a r.l., siano esse *start up* innovative come pure PMI innovative, consente di poter guardare anche a tale tipologia di società come ormai ad un veicolo di investimento, in grado di offrire ai soci fondatori la libertà contrattuale di scegliere i finanziatori privati più idonei e di costruire con essi relazioni contrattuali efficienti ed efficaci, analogamente a quanto accade nel contesto delle società per azioni che conosce da sempre una grande liberalizzazione delle regole in tema di

raccolta di provvista finanziaria, ma che al contempo mantiene vincoli meno flessibili in materia di capitale sociale come pure meccanismi di controllo e di amministrazione più rigidi e costosi.

I soci che intendano costituire una impresa innovativa possono dunque dar vita ad una s.r.l., potendo decidere se ammettere nella compagine societaria un numero più o meno ampio di soci investitori; se coinvolgere nel progetto imprenditoriale investitori al dettaglio ovvero investitori privati professionali; se offrire loro strumenti finanziari partecipativi (anche convertibili) o partecipazioni sociali standardizzate ed omogenee tramite trattativa privata (e mantenere così comunque una ristretta compagine societaria) ovvero tramite una offerta al pubblico (nelle forme del *crowdfunding* o *ex art. 94 Tuf*) o se non avvalersi affatto delle nuove opportunità offerte dalla disciplina speciale e dare vita ad una società innovativa organizzata secondo il modello tradizionale.

Dal 2017, con il d.l. 24 aprile 2017, n. 50, le regole volte a garantire una liberalizzazione della disciplina finanziaria delle società innovative a responsabilità limitata sono state estese a tutte le s.r.l. che siano PMI ai sensi della Raccomandazione 2003/361/CE, a prescindere dalla presenza del requisito dell'innovatività ⁽²⁵⁾. Tale decreto estende in realtà i commi 2,

⁽²⁵⁾ L'art. 57 del d.l. 24 aprile 2017, n. 50 ha esteso a tutte le PMI in forma di s.r.l. quelle deroghe alla disciplina codicistica che consentono: *i*) la creazione di categorie di quote fornite di diritti diversi, il cui contenuto può essere liberamente determinato dal singolo atto costitutivo, anche in deroga a quanto previsto dall'art. 2468, co. 2 e 3, cod. civ.; *ii*) la possibilità che le quote di partecipazione sociale siano oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari, in deroga all'art. 2468, comma 1, c.c. anche attraverso portali per la raccolta di capitali; *iii*) la disapplicazione del divieto di operazioni sulle proprie partecipazioni ai sensi dell'art. 2474 c.c., ove queste siano compiute in attuazione di piani di incentivazione con assegnazione di quote a dipendenti, collaboratori o componenti dell'organo amministrativo, prestatori di opera e servizi anche professionali. La scelta legislativa di estendere a tutte le PMI a r.l. il regime normativo di favore in origine previsto solo per le società innovative nasce come detto nel testo dall'intento di sostenere e favorire la crescita e dare un impulso all'intero sistema economico italiano, incentrato sulle piccole e medie imprese per lo più in forma di s.r.l., attraverso il ricorso al capitale di rischio. Tuttavia, si fa presente che le PMI in forma di s.r.l. (al pari delle PMI innovative a r.l.), una volta raggiunta la crescita così tanto intensamente favorita e auspicata dal legislatore speciale e superati i parametri dimensionali di cui alla Raccomandazione 2003/361/CE, non possono però più avvalersi delle opzioni loro concesse dallo statuto speciale e non conservano più la possibilità di ricorrere al mercato del capitale di rischio. Ciò comporta, in modo quasi paradossale, che nel nostro ordinamento alla s.r.l. sia consentito di avere una configurazione organizzativo-partecipativa in grado di attrarre soci finanziatori se, e per tutto il tempo in cui, rimane entro i limiti dimensionali della piccola e media impresa. Il superamento dei limiti di cui alla citata Raccomandazione CE fa sì che alla s.r.l. si applichi esclusivamente la disciplina codicistica introdotta con la Riforma del diritto societario del 2003 e dunque lo statuto tipico della s.r.l.. In questa categoria rimarranno, o saranno destinate a rimanere, solo quelle società a responsabilità limitata di grandi dimensioni, ma dotate di sufficienti mezzi finanziari da non avere più la necessità di ricorrere al mercato dei capitali, ricorso che a tali società — si sottolinea — è assolutamente precluso. Si tratta con ogni evidenza di un numero di società destinato a rimanere assolutamente esiguo, ma non per questo del tutto trascurabile. Qualora la s.r.l. intenda assecondare ulteriormente la propria crescita, anche attraverso l'approvvigionamento finanziario rappresentato dal mercato dei capitali, non può far altro che trasformarsi in una società per azioni.

5 e 6 dell'art. 26 del d.l. 179/2012 a tutte le PMI in forma di s.r.l., senza chiarire quale sia la nozione di PMI presupposta dal legislatore ⁽²⁶⁾, limitandosi con una tecnica normativa a dir poco minimalista ad espungere l'aggettivo innovative dall'acronimo PMI.

In assenza di indici testuali espliciti, sembra sostenibile che la nozione di PMI presupposta dal d.l. 70/2017 sia la medesima di quella utilizzata dal d.l. 3/2015, con la unica differenza rappresentata dalla mancanza del requisito dell'innovatività.

In tal modo verrebbe ad essere richiamata una nozione di PMI comune in ambito europeo ed utilizzata ai fini di individuare i soggetti destinatari di normative di sostegno, nazionali come pure sovranazionali. Si consideri inoltre che la coincidenza delle due nozioni di piccola e media impresa avrebbe l'importante conseguenza di non determinare eccessivi mutamenti nell'organizzazione societaria e nella disciplina nel caso, non certo di scuola, in cui una PMI innovativa perdesse i propri requisiti di innovatività e diventasse una semplice PMI.

Per tutte queste ragioni, io credo che la nozione di PMI quale presupposta dal legislatore del 2017 coincida con quella utilizzata dal legislatore del d.l. 3/2015 e in questo senso ci si riferirà nel prosieguo del presente lavoro ⁽²⁷⁾.

Le società innovative hanno rappresentato, quindi, in un certo senso, una sorta di laboratorio in cui sono state testate soluzioni e regole, poi diventate di diritto comune per tutte le PMI, dirette a contribuire allo sviluppo di una nuova cultura imprenditoriale (così la Relazione di accompagnamento al d.l. 179/2012), che riconosce come una struttura finanziaria *market based* possa dare un contributo più adeguato alle complesse necessità di indirizzo della crescita rispetto a un sistema meramente banco-centrico ⁽²⁸⁾.

Il ricorso alle diverse tipologie di finanziatori in capitale di rischio diviene una modalità di finanziamento ordinaria per tutte le piccole e medie imprese a r.l., in linea con gli obiettivi dell'*Action Plan* europeo per una *Capital Market Union* di ridurre la dipendenza dai prestiti bancari delle piccole e medie imprese e di diversificare le fonti di finanziamento per tali

⁽²⁶⁾ Sulla nozione di piccole e medie imprese presupposta dal legislatore del d.l. 50/2017 si rinvia alle riflessioni espresse da NOTARI, *Analisi de iure condendo delle « varianti organizzative » delle s.r.l. (start up innovative, PMI innovative e PMI): problemi aperti e prospettive evolutive*, in ODCC, 2019, 248; RINALDO, *La multiformità della s.r.l.*, in Riv. soc., 2020, 1521 e ss.

⁽²⁷⁾ Nel senso del testo, v. DESANA, *PMI innovative, PMI e società a responsabilità limitata: una rivoluzione copernicana?*, in IRRERA (a cura di), *La società a responsabilità limitata: un modello transalpino alla prova del Codice della Crisi. Studi in onore di Oreste Cagnasso*, Torino, 2020, 59; nello stesso senso v. ABRIANI, *La struttura finanziaria della società a responsabilità limitata*, in Riv. dir. soc., 2019, 3, 509 ss.

⁽²⁸⁾ In materia, si veda LEVINE, *Finance and Growth: Theory and Evidence*, *Handbook of Economic Growth*, I, 865-934, Edited by Aghion and Durlauf, 2005.

società⁽²⁹⁾, nonché con l'obiettivo di agevolare ed incentivare la crescita delle PMI attraverso il ricorso ai mercati proprio della Direttiva UE 65/2015 (c.d. Direttiva Mifid 2)⁽³⁰⁾.

Si apre così per tutte le s.r.l. PMI uno scenario completamente diverso rispetto al passato che si pone in controtendenza con le scelte caratterizzanti tale tipo sociale che invece erano state fatte dalla Riforma del diritto societario del 2003.

La Riforma, infatti, aveva sfruttato solo in parte l'ampia autonomia statutaria prevista dalla legge delega riguardo alla struttura organizzativa, agli strumenti di tutela degli interessi dei soci, come pure all'accesso al mercato dei capitali delle società a responsabilità limitata⁽³¹⁾.

Il risultato che ne era conseguito era quello di un tipo societario funzionale allo svolgimento di attività di impresa non necessariamente di piccole dimensioni, ma che coinvolgeva un numero limitato di soci imprenditori⁽³²⁾, dotato di amplissima flessibilità nella definizione della struttura organizzativa interna, ma invece ingessato in norme considerate dai più imperative volte a mantenere il carattere chiuso del tipo societario, a preservare il peso reciproco dei soci e ad impedire l'ingresso di soci finanziatori. Una società cioè costituita fra pochi soci tutti imprenditori, alla quale era precluso l'accesso al mercato dei capitali⁽³³⁾, destinata a finanziarsi, essenzialmente, facendo ricorso al credito bancario ovvero

⁽²⁹⁾ L'*Action Plan on Building a Capital Markets Union* è stato pubblicato il 30 settembre 2015 (COM/2015/0468 final) e integrato in giugno 2017 (COM/2017/292 final). Una nuova versione dell'*Action Plan on Building a Capital Markets Union* è stato pubblicato il 24 settembre 2020.

⁽³⁰⁾ Cfr. PLATTNER, *La quotazione all'AIM come tecnica di finanziamento della PMI*, Relazione al Convegno dal titolo *Società a responsabilità limitata, piccola e media impresa, mercati finanziari: un mondo nuovo?*, svolto a Courmayeur nei giorni 14-15 settembre 2018.

⁽³¹⁾ Così gli artt. 2, lett. a), e 3, comma 1, lett. a, e comma 2, lett. e), della L. 366/2001.

⁽³²⁾ Cfr. in questo senso AGSTENER, CAPIZZI, GIUDICI, *Business Angels, Venture Capital e la nuova s.r.l.*, in *Orizzonti dir. Comm.*, 2020, 353 e ss., i quali sostengono come la s.r.l. quale risultante dalla riforma del 2003, non essendo stata concepita come un veicolo di investimento, non consentiva alcuna libertà di finanziamento e, dunque, in essa non era possibile alcuna distinzione tra soci imprenditori e soci investitori.

⁽³³⁾ Il binomio società a responsabilità limitata – impresa medio piccola ha certamente carattere di normalità, ma non di assolutezza. Il modello di s.r.l. come previsto e disciplinato dal codice civile avrebbe potuto essere utilizzato in linea teorica anche per iniziative imprenditoriali di maggiore dimensione. Non esiste infatti alcun divieto o alcun limite circa la dimensione dell'impresa che scelga il modello organizzativo tipico della società a responsabilità limitata. Tuttavia, è innegabile che il modello s.r.l. sia stato concepito dal legislatore in origine come società formata da pochi soci, direttamente interessati alla vita della società, finanziato solo dai soci imprenditori e dal credito bancario. In argomento, v. CAGNASSO, *La s.r.l.: amministrazione e controllo tra società per azioni e società personali*, Relazione presentata in occasione del XXIX Convegno su *I modelli di impresa societaria fra tradizione e innovazione nel contesto europeo* (Courmayeur 18-19 settembre 2015), 63.

attraverso versamenti spontanei dei soci imprenditori nella forma del capitale di rischio o del finanziamento di debito o quasi-debito ⁽³⁴⁾.

Oggi, invece, all'esito di un percorso evolutivo tortuoso e non sempre condivisibile nelle modalità e negli strumenti prescelti, posto in essere dal legislatore negli anni 2012-2017, la s.r.l. piccola e media impresa diventa una società dotata di una ampia autonomia contrattuale anche nel definire i rapporti con i possibili investitori e in cui possono entrare diverse tipologie di soci investitori portatori di interessi non più omogenei e coincidenti tra loro.

La s.r.l. PMI quale delineata dal legislatore del quinquennio di riforme 2012-17 è dunque una società dotata di ampia duttilità, anche sotto il profilo dell'organizzazione finanziaria, in grado di essere forgiata: i) quale società chiusa in cui coesistono soci imprenditori e soci investitori professionisti; ii) ovvero quale società aperta al mercato, che si apre al pubblico risparmio anche, ma non solo, attraverso il *crowdfunding*; iii) o, ancora, quale società aperta al pubblico risparmio e in cui sono contemporaneamente presenti anche investitori privati qualificati.

Del resto, il fenomeno della globalizzazione delle dinamiche economiche e la necessità di reagire alla strutturale difficoltà di crescita delle imprese piccole e medie hanno richiesto agli ordinamenti europei che intendano mantenersi competitivi un elevato tasso di dinamismo e di adattabilità alle esigenze di un mercato sempre più volubile e complesso ⁽³⁵⁾.

I suddetti interventi normativi, unitamente alle precedenti disposizioni che hanno introdotto la s.r.l. semplificata e la s.r.l. a capitale ridotto ⁽³⁶⁾,

⁽³⁴⁾ Cfr. S. Rossi, *S.r.l. -PMI: disciplina del capitale e tipologia della società*, in *Riv. dir. soc.*, 2019, 525 e ss.

⁽³⁵⁾ Si tenga conto altresì che nella moderna economia di mercato le imprese sono esposte ad una concorrenza globale che rende necessarie scelte da parte degli ordinamenti che abbiano lo scopo di attrarre e/o di trattenere le realtà imprenditoriali. Di qui la necessità di predisporre strumenti adeguati anche attraverso il ripensamento di regole ed istituti ritenuti propri del sistema delle società di capitali. In argomento v. MONTALENTI, *La società per a dieci anni dalla riforma: un primo bilancio*, in *Riv. soc.*, 2014, 403 e ss.; cfr. anche PEDERZINI, *La nuova società a responsabilità limitata – Introduzione*, in *La nuova società a responsabilità limitata*, Agg., Padova, 2017, 3, in *Trattato di Dir. comm. e di dir. pubb. dell'econ.*, diretto da Galgano, la quale sottolinea altresì come abbiano contribuito a mettere in discussione il concetto di tipo societario in senso tradizionale anche gli orientamenti espressi dalla Corte di Giustizia che, dal caso *Centros* in poi, sia pure con qualche distinguo, ha sancito la libertà di stabilimento delle società nell'ambito del territorio dell'Unione europea. Tutti gli Stati membri sono tenuti, infatti, a riconoscere l'esistenza e l'operatività sul proprio territorio di imprese validamente costituite secondo gli ordinamenti di un qualsiasi Stato europeo, anche se appartenente ad un tipo differente da quelli previsti e disciplinati nel nostro ordinamento, con evidenti conseguenze sul sistema tendenzialmente chiuso riconosciuto dal legislatore del 1942.

⁽³⁶⁾ È importante sottolineare come molti ordinamenti europei abbiano effettuato scelte simili alle nostre, adottando forme societarie semplificate, quali per es. la *Private limited company* inglese, la *Société à responsabilité limitée* francese, la *Unternehmergesellschaft* tedesca ma, rispetto all'Italia, gli interventi riformatori stranieri si caratterizzano per un maggior grado di completezza e di chiarezza della disciplina, soprattutto nell'ottica di tutelare

hanno concorso tutti a stravolgere l'originario codice organizzativo del tipo di s.r.l. ⁽³⁷⁾, realizzando un allentamento delle norme imperative già presenti e un ampliamento degli spazi lasciati all'autonomia delle parti nello scegliere gli assetti della società ritenuti più consoni dai soci, sul modello degli ordinamenti anglosassoni ⁽³⁸⁾.

Le regole introdotte sono così dissonanti con la disciplina comune da indebolire, sino quasi ad offuscarla, la valenza normativa del tipo società a responsabilità limitata ⁽³⁹⁾. Il proliferare di sub — modelli

i creditori sociali e di garantire gli opportuni contrappesi sul piano organizzativo. In argomento v. *amplius* VELLA, *La riforma del diritto societario dieci anni dopo, Atti del Convegno, Milano 13-14 giugno 2014*, in *Quaderni di Giur. Comm.*, 2015, 166 e ss.. Con riferimento alla legislazione emergenziale che ha caratterizzato il nostro ordinamento negli ultimi anni, si vedano *amplius* CIAN, *S.r.l., s.r.l. semplificata, s.r.l. a capitale ridotto. Una nuova geometria del sistema o un sistema disarticolato?*, in *Riv. soc.*, 2012, 1101; MARASÀ, *Considerazioni sulle nuove s.r.l.: s.r.l. semplificate, s.r.l. ordinarie e start up innovative prima e dopo la L. n. 99/2013 di conversione del D.L. n. 76/2013*, in *Società*, 10/2013, 1095; BARTOLACELLI, *Novissime modifiche alla disciplina della s.r.l.s.: saggio minimo di diritto transitorio*, in *N.D.S.*, 16/2013, 7 ss.; OCCHILUPO, *Srl ordinaria, Srl semplificata e Start up innovative costituite sotto forma di srl: quali vantaggi da una destrutturazione del diritto societario?* in *Bis*, 2013, 389.

⁽³⁷⁾ È vero che il processo di alterazione e contaminazione degli elementi caratterizzanti si presenta con maggiore vigore proprio con riferimento alla s.r.l., tuttavia le conseguenze di tale processo paiono riverberarsi su tutto il sistema. Consentendo, infatti, ad un tipo sociale di mutuare liberamente elementi identificativi propri di altri tipi, è evidente come venga meno anche per questi ultimi la propria capacità distintiva. In argomento v. ROSSI, (nt. 34), 528.

⁽³⁸⁾ V. per una panoramica su questi interventi FLEISCHER, *Internationale Trends und Reformen in Recht der geschlossenen Kapitalgesellschaft*, in *NZG*, 2014, 1081.

⁽³⁹⁾ Sulla valenza normativa del tipo si rinvia naturalmente a SPADA, *La tipicità delle società*, Padova, Cedam, 1974. Con specifico riferimento alle s.r.l. v. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, in *Commentario Schesinger*, I Milano, 2010, 46 e ss.; Cfr. MONTALENTI, *Il diritto societario dai tipi ai modelli*, in *Giur comm.*, 2016, I, 420, il quale afferma nel nostro ordinamento giuridico il tramonto del principio di tipicità a favore della flessibilità di modelli e sub modelli. Con riferimento poi al fenomeno dell'ibridazione dei tipi v. per tutti PORTALE, *Società a responsabilità limitata senza capitale sociale e imprenditore individuale con capitale destinato*, in *Riv. Soc.*, 2010, 1249 ss.. V. anche DOLMETTA, *Sul tipo s.r.l.*, in *S.r.l., Commentario dedicato a G.B. Portale*, Milano, 2011, 16 s., che parla di 'destrutturazione del tipo' e si domanda se nel presente il 'tipo s.r.l.' non sia, tutto sommato, un semplice *nomen* cui resti attaccato, per certi versanti, una responsabilità (solo) tendenzialmente limitata a un capitale/patrimonio rappresentato da quote; CAMPOBASSO, *La società a responsabilità limitata. Un modello "senza qualità"?*, in IRRERA (a cura di), *La società a responsabilità limitata: un modello trans tipico alla prova del Codice della Crisi. Sudi in onore di Oreste Cagnasso*, Torino, 2020, 19 ss., il quale criticamente sottolinea la presenza di modelli societari sempre più elastici e manipolabili, separati da confini tipologici sempre più sfocati e indistinti, paragonandoli a quelle frontiere che alcuni europei hanno tracciato a tavolino nei deserti altrui. Cfr. altresì BENAZZO, *Categorie di quote, diritti di voto e governance della nuovissima s.r.l.: quale ruolo e quale spazio per la disciplina azionaria nella s.r.l. -PMI aperta?*, in *Riv. soc.*, 2018, 1441, 1452, che parla di alterazioni genetiche della s.r.l.; RIVOLTA, *La società a responsabilità limitata*, in Trattato Cicu – Messineo, Milano 1982; SANTOSUOSSO, *Introduzione alla riforma delle società a responsabilità limitata PMI e qualificazione tipologica della società a responsabilità limitata*, in *Riv. dir. Soc.*, 2019, 3, 489 e ss., il quale pur riconoscendo

e una più accentuata contrattualizzazione del diritto societario hanno reso più sfumato il tipo della s.r.l., quale tradizionalmente inteso ⁽⁴⁰⁾.

Ciò che viene ad essere definitivamente superato è il modello granitico di società a ristretta base sociale caratterizzata dalla presenza solo di soci tutti interessati alla gestione dell'impresa sociale e dunque dalla omogeneità degli interessi dei soci coinvolti ⁽⁴¹⁾. Alla s.r.l. piccola e media impresa è stata conferita rispetto alla Riforma del 2003 una ancora maggiore flessibilità e personalizzazione della disciplina, non più limitata alla migliore definizione della *corporate governance*, ma estesa alla definizione degli assetti finanziari e alla costituzione di rapporti contrattuali con gli investitori.

Il risultato è la costruzione di un modello societario fortemente flessibile che può essere variamente declinato dai soci secondo le proprie necessità organizzative ⁽⁴²⁾, in grado di essere organizzato tanto quale società chiusa in cui possono coesistere anche soci investitori professionisti e soci imprenditori, quanto quale società più o meno aperta al mercato, tramite il *crowdfunding* o l'offerta al pubblico delle proprie quote.

Tale cambio di paradigma comporta inevitabilmente un ulteriore arretramento delle norme imperative in favore di un più ampio spazio di libertà negoziale. Solo un sistema ampiamente dispositivo può dirsi coerente con un modello di s.r.l. aperta al *venture capital financing* e al *crowdfunding*, in cui è per definizione necessaria ampia flessibilità nella costruzione dei rapporti finanziari con i diversi investitori coinvolti e in cui i soci imprenditori devono poter rinunciare a talune proprie prerogative in passato ritenute inderogabili.

che il principio di tipicità si sia fortemente allentato, lo ritiene ancora esistente. Più nel dettaglio, l'a. ritiene che le nuove s.r.l. PMI non rappresentino un nuovo tipo societario, mancando i presupposti di un tale riconoscimento, non essendovi un autonomo ed ampio statuto normativo, nè un tratto qualificante atto a distinguere tale statuto, non potendo questo consistere nella standardizzazione delle partecipazioni e nella offerta di queste ai soci investitori, trattandosi di scelte opzionali, del tutto eventuali, e comuni anche alle società per azioni.

⁽⁴⁰⁾ Il concetto del tipo sociale ha certamente perso sempre più terreno, ma non credo che le modifiche apportate negli ultimi anni alla disciplina della s.r.l. si siano spinte fino al punto di cancellare ogni capacità distintiva di tale tipo societario, sembra invece alquanto evidente che gli elementi identitari e caratterizzanti dei tipi societari abbiano subito una profonda mutazione. Le possibilità di intervenire sulla struttura organizzativa e finanziaria della s.r.l., nel senso di favorire l'ingresso in società di soci investitori e l'apertura al pubblico risparmio, la libera circolazione delle quote e l'ingresso di soci meri investitori, in contrapposizione al canone classico del socio imprenditore, impediscono ormai di considerare la natura di società chiusa come un tratto qualificante della s.r.l. PMI. Sul fenomeno della alterazione dei tipi societari - con particolari osservazioni con riferimento all'ordinamento francese ma che offrono spunti di riflessione anche con riferimento all'ordinamento italiano - v. BUREAU, *L'altération des types sociétaires*, in *Mélanges offerts à Paul Didier*, Parigi, 2008, 62; LA PORTA, *Dal tipo contrattuale al modello di società: autonomia contrattuale e norme inderogabili nel nuovo diritto societario*, in *Soc.*, 2002, 14 e ss.

⁽⁴¹⁾ Cfr. AGSTENER, CAPIZZI, GIUDICI, (nt. 32), 357.

⁽⁴²⁾ In questo senso, v. CORSO, *Le s.r.l. "aperte" al mercato tra governance societaria e diritti dei soci investitori*, Milano, 2021, 7.

In tale mutato contesto normativo, gli elementi che possono dirsi ancora in grado di caratterizzare il tipo s.r.l., oltre alla responsabilità limitata dei soci, sono rappresentati a mio avviso dalla ampia flessibilità della disciplina e dalla possibilità per la s.r.l. di assumere diverse configurazioni⁽⁴³⁾, senza mai essere interamente appiattita sul modello della s.p.a. ovvero delle società di persone, ma mantenendo comunque una propria autonoma identità⁽⁴⁴⁾. L'ampia autonomia statutaria che oggi caratterizza la s.r.l. le consente infatti di declinare il modello societario implementando caratteristiche proprie anche di altri tipi societari che convivono tutti all'interno della nuova s.r.l.

Certamente, nel caso di s.r.l. PMI la flessibilità della disciplina e la possibilità di fare ricorso ad istituti e regole proprie di altri tipi societari riguarda tanto gli assetti di *corporate governance* che la struttura partecipativo-finanziaria; nel caso di s.r.l. che abbiano superato i limiti dimensionali di cui alla Raccomandazione 2003/361/CE, invece, di s.r.l. di

(43) In un precedente scritto in materia di *start up* innovative, antecedente all'estensione a tutte le s.r.l. PMI della disciplina originariamente prevista per le società innovative avvenuta con il d.l. 50/2017, dal titolo *L'impresa startup innovativa costituita in forma di s.r.l.*, in *Giur. comm.*, 2016, I, 549 e ss., avevo sostenuto che tra gli elementi caratterizzanti la *start up* innovativa vi fosse anche la quota sociale intesa quale partecipazione sociale in senso tradizionale e che quindi anche la *start up* innovativa in forma di s.r.l. in quanto s.r.l. dovesse caratterizzarsi per la presenza di almeno una quota rappresentativa del capitale sociale a socialità piena. Ritenevo in tale scritto che all'autonomia statutaria fosse quindi consentito di dare vita a *start up* a responsabilità limitata innovative in cui potevano convivere partecipazioni a carattere finanziario e partecipazioni a socialità piena, soci imprenditori fortemente coinvolti nel progetto imprenditoriale e soci meri finanziatori, ma in cui le partecipazioni c.d. a socialità piena e la conseguente presenza di soci fortemente coinvolti nel progetto imprenditoriale non potessero mancare. Nello stesso senso anche CIAN, *S.r.l. PMI, s.r.l., s.p.a.: schemi argomentativi per una ricostruzione del sistema*, in *Riv. soc.*, 2018, 848. Oggi, a seguito delle riforme che si sono succedute in materia di s.r.l. dal 2012 al 2017, e delle ulteriori riflessioni che da esse sono scaturite, mi sembra che l'opinione originariamente espressa debba essere rivista. Le riforme del 2012 – 2017 sono rivolte in primo luogo a dotare le società a responsabilità limitata che rientrino nei parametri della piccola e media impresa, anche innovative, della possibilità di rivolgersi ad una platea ampia e varia di investitori privati e che la disciplina per tali società prevista deve essere in grado di rispondere ai bisogni e ai problemi della contrattazione con gli investitori. Da ciò nasce la necessità di una interpretazione adeguatrice della disciplina favorevole all'autonomia negoziale della s.r.l. e tale da renderla realmente una società tra soci capaci di tutelare autonomamente i propri interessi. Una società cioè in cui i soci possono liberamente costruire le relazioni fra loro, accettando di cedere o, semplicemente, di rinunciare alle proprie prerogative ritenute in passato inderogabili, in quanto espressione del principio di rilevanza sociale del socio.

(44) La s.r.l. che si mantenga entro i limiti dimensionali della piccola e media impresa può infatti contare sulla possibilità, preclusa a tutti gli altri tipi societari, di adottare una configurazione del tutto peculiare sia per quanto attiene alla *corporate governance* che per quanto riguarda l'assetto finanziario. La possibilità di scegliere in concreto il modello organizzativo più appropriato è una prerogativa tipica solo della s.r.l., la quale può decidere se mantenere un assetto organizzativo di tipo tradizionale ovvero aprirsi al mercato o a finanziatori professionali o, ancora, assumere configurazioni sotto il profilo partecipativo del tutto peculiari, non ipotizzabili per la società per azioni né per le società di persone. Potrebbe altresì combinare tale struttura partecipativa con una articolazione del potere gestorio articolata sul modello delle società di persone.

grandi dimensioni, cioè, la loro autonomia statutaria è certamente più limitata, non comprendendo inspiegabilmente anche la possibilità di introdurre una struttura finanziaria di tipo capitalistico e *market based* ⁽⁴⁵⁾.

3. *La disciplina applicabile alle società innovative a responsabilità limitata.*

Le Riforme che si sono succedute negli anni 2012-2017, e che hanno ridisegnato la struttura finanziario-partecipativa della società a responsabilità limitata, anche innovativa, non hanno tuttavia previsto disposizioni e regole in grado di governare i nuovi fenomeni.

Il legislatore si è, inspiegabilmente, limitato a prevedere poche norme concernenti l'emissione di categorie di quote, la loro circolazione, il *crowdfunding* ⁽⁴⁶⁾ e l'emissione di strumenti finanziari partecipativi, senza interrogarsi sulla adeguatezza della disciplina codicistica della s.r.l. rispetto alle novità introdotte e senza curarsi di risolvere le conseguenti ed inevitabili contraddizioni che tali innovazioni hanno comportato.

La disciplina è rimasta quella ispirata al modello di società a ristretta base sociale, caratterizzato dalla presenza di soci tutti imprenditori e portatori di interessi omogenei, il cui peso reciproco in società viene tendenzialmente mantenuto inalterato.

Un esempio chiaro in questo senso si può trarre da tutte quelle numerose disposizioni contenute nel codice civile e considerate fino ad ora inderogabili dalla dottrina in quanto diretta emanazione del principio di rilevanza centrale del socio, volte a garantire a tutti i soci un ruolo di sostanziale immanenza nella gestione e nel controllo della società e a mantenere fundamentalmente inalterata non solo la compagine sociale, ma anche la misura in cui ciascun socio di s.r.l. partecipa al capitale della società. Disposizioni che paiono *ictu oculi* ormai non più coerenti con un modello di s.r.l. PMI, anche innovativa, che sollecita l'investimento in società di soci privati professionisti (fondi di *venture capital* o *private equity*, incubatori di *start up*, *business angels*) come pure al dettaglio (*crowdfunding*) ⁽⁴⁷⁾.

⁽⁴⁵⁾ In argomento v. CAMPOBASSO, (nt. 39), 26, il quale definisce una vera e propria ipocrisia mantenere il divieto di offerta al pubblico delle proprie quote per le s.r.l. di grandi dimensioni.

⁽⁴⁶⁾ Le regole dettate in materia di *crowdfunding*, contenute nel Regolamento sulla raccolta di capitali di rischio tramite portali *on-line* (adottato dalla Consob con delibera n. 18592 del 26 giugno 2015 e aggiornato con le modifiche apportate dalla delibera n. 20264 del 17 gennaio 2018) sono in realtà la parte a cui il legislatore ha dedicato maggiore attenzione e sono certamente più adeguate.

⁽⁴⁷⁾ In questo senso, v. quanto scrivono Cfr. AGSTENER, CAPIZZI, GIUDICI, (nt. 32), 400.

Basti pensare, a titolo esemplificativo e non esaustivo, all'art. 2481-*bis* c.c. che prevede in caso di aumento del capitale sociale a pagamento l'obbligatorietà dell'opzione e, in caso di diversa disposizione dell'atto costitutivo, riconosce il diritto di recesso. L'art. 2481-*ter* c.c., il quale impone di mantenere immutata la quota di partecipazione di ciascun socio in caso di aumento di capitale sociale gratuito. L'art. 2482-*quater* c.c., il quale impone il mantenimento delle quote e dei diritti spettanti ai soci anche nel caso di riduzione del capitale per perdite. L'art. 2466, comma 2, c.c. che prevede, in caso di morosità del socio, la vendita della quota agli altri soci in proporzione della loro partecipazione e, solo in caso di mancanza di offerte e se l'atto costitutivo lo prevede, la vendita all'incanto della quota. L'art. 2479, comma 1, c.c. che legittima l'avocazione delle decisioni gestorie da parte dei soci. E ancora, l'art. 2476, comma 2, c.c. che riconosce ampi poteri di informazione e controllo ai soci non amministratori; l'art. 2476, comma 3, che riconosce a ciascun socio il diritto di promuovere l'azione sociale di responsabilità contro gli amministratori e di chiedere un provvedimento cautelare di revoca di questi.

Difronte ad una situazione così complessa, e in assenza di chiare indicazioni provenienti dal legislatore, spetta all'interprete il compito non facile di individuare la disciplina applicabile alle società a responsabilità limitata innovative (*start up* e PMI innovative).

Il rischio che si corre in questi casi è, certamente, il proliferare di varie ricostruzioni che finiscono per frustrare l'obiettivo di certezza del diritto che è sempre fondamentale, ma ancor di più lo è quando si discute di impresa e di mercati. Tuttavia, non pare che vi siano strade alternative.

Nel tentativo di cimentarsi con la ricostruzione della disciplina della s.r.l. innovativa, non possono essere sottovalutate alcune considerazioni che mi inducono a ritenere non condivisibile una assimilazione assoluta della s.r.l. innovativa che si sia avvalsa delle opzioni offerte dalle riforme *sic et simpliciter* alla s.p.a. e, dunque, in virtù di ciò, ad ammettere un ricorso ampio alla analogia di norme imperative dettate per la s.p.a. in funzione di un adeguamento del sistema alle esigenze del finanziamento della s.r.l. sul mercato.

È vero che il sistema nel suo complesso sembra muoversi verso la s.p.a. quale modello di riferimento. In questo senso, si pensi al Codice dell'insolvenza e della crisi di impresa⁽⁴⁸⁾, il quale ha previsto anche nella s.r.l. l'esercizio dell'azione di responsabilità da parte dei creditori sociali, am-

⁽⁴⁸⁾ Il d. lgs. 12 gennaio 2019, n. 14 (G.U. 14 febbraio 2019, n. 38 — Suppl. Ordinario n. 6), in attuazione della l. 19 ottobre 2017, n. 155 — e successivamente alle successive modifiche apportate dal cd. decreto 'Sblocca cantieri' (d.l. n. 32 del 2019, conv. in legge n. 55 del 2019, recante il Codice dell'insolvenza e della crisi di impresa è stato pubblicato nella G.U. 17 giugno 2019, n. 140).

pliato i casi di obbligatorietà del controllo interno, attivato il controllo esterno ad opera dell'autorità giudiziaria.

Tuttavia, ciò non credo sia sufficiente a legittimare l'estensione generalizzata e, soprattutto, indiscriminata alla s.r.l. PMI come pure alla s.r.l. innovativa della disciplina propria della s.p.a. sulla base della sola logica finanziaria propria di quest'ultima ⁽⁴⁹⁾ e ad enucleare uno statuto normativo transtipico da applicare a tutte le società che presentino una più o meno accentuata vocazione al mercato.

Infatti, un primo elemento da considerare è che la s.r.l. innovativa è ancora riconducibile al tipo s.r.l. e quest'ultimo continua a mantenere una propria specifica individualità. Le Riforme del quinquennio 2012-2017, pur avendo fortemente indebolito la valenza del tipo s.r.l. così come definito nel 2003, non hanno cancellato completamente l'esistenza e il senso dei diversi codici organizzativi.

La volontà del legislatore di mantenere la distinzione tra s.p.a. e s.r.l. non può quindi essere sottovalutata e deve necessariamente indurre l'interprete a limitare il ricorso alla applicazione analogica di norme dettate per altri tipi societari ai veri e limitati casi di lacune normative. Affermare la trasversalità fra tipi societari diversi di determinate regole, in ragione del fatto che uno o più aspetti del modello cui si ispira un tipo societario possano essere applicati anche ad analogo modello presente in altro tipo, potrebbe presentare notevoli inconvenienti sotto il profilo della tutela dei terzi ⁽⁵⁰⁾. Il tipo sociale, consentendo ai terzi l'immediata riconoscibilità delle strutture societarie con cui vengono a contatto e della loro disciplina, svolge infatti un fondamentale ruolo informativo. Ne consegue che un uso diffuso e sistematico del ricorso all'analogia della disciplina dettata per la s.p.a. anche per la s.r.l. innovativa potrebbe indurre in errore i terzi circa la riconducibilità del modello al tipo societario di appartenenza e portarli a contare sull'applicazione di una disciplina prevista per un tipo societario diverso da quello iscritto nel registro delle imprese.

Un secondo elemento su cui occorre riflettere concerne la circostanza che, come detto nelle pagine precedenti, le novità contenute *corpus* normativo in materia di società innovative non si esauriscono nella previsione

⁽⁴⁹⁾ Nel senso del testo v. ZANARONE, *La società a responsabilità limitata. Un modello "senza qualità"?* in (Un ideale dialogo con Oreste Cagnasso), in IRRERA (a cura di), *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della Crisi. Studi in onore di Oreste Cagnasso*, Torino, Giappichelli, 2020, 13. Non mancano tuttavia opinioni diverse che si orientano invece proprio sulla base del processo di avvicinamento e assimilazione al modello azionario nel senso di individuare ed applicare uno statuto comune a tutte le società aperte al mercato. In questo senso v. BENAZZO, (nt. 37), 1451. Parzialmente diversa è altresì l'opinione di ABRIANI, *La struttura finanziaria della società a responsabilità limitata*, in *Riv. dir. soc.*, 2019, 501, secondo il quale la disciplina della s.p.a. dovrebbe essere applicata alla s.r.l. PMI solo là dove quella originaria della s.r.l. presenti delle lacune o, comunque, disciplini alcuni aspetti in maniera poco appropriata rispetto alla realtà della s.r.l. aperta.

⁽⁵⁰⁾ ZANARONE, (nt. 49), 13.

di disposizioni che consentono anche alla s.r.l. innovativa di aprirsi al pubblico risparmio attraverso il ricorso all'*equity crowdfunding* ⁽⁵¹⁾, ma più precisamente nella introduzione di regole volte a consentire il finanziamento di tale tipo societario attraverso il coinvolgimento di plurime tipologie di investitori in capitale di rischio ⁽⁵²⁾.

Il *corpus* normativo in materia di società innovative ha previsto una liberalizzazione delle regole in tema di raccolta della provvista finanziaria anche per le s.r.l.. In virtù di tale liberalizzazione, all'autonomia statutaria è oggi concesso di disegnare la s.r.l. innovativa sia come una società a ristretta compagine societaria, in cui coesistono soci fondatori, artefici del progetto imprenditoriale innovativo, e soci investitori professionisti privati ⁽⁵³⁾, sia come società che si apre al pubblico risparmio, anche attraverso il ricorso all'*equity crowdfunding* ⁽⁵⁴⁾; sia come società in cui coesistono tutte le diverse tipologie di investitori: investitori professionali privati e *crowdfunders*.

In ogni caso, qualunque configurazione i soci decidano di scegliere, si verifica il superamento del paradigma classico della s.r.l. quale società chiusa, costituita solo fra soci con interessi omogenei, superato dall'entrata in società di soci con ruoli ed interessi diversi fra loro.

Se, dunque, gli interventi normativi in materia di società innovative non sono funzionali al solo *crowdfunding*, è quindi evidente come la s.r.l.

⁽⁵¹⁾ Il tratto comune a tutte le società innovative a r.l. statutariamente devianti consiste nella possibilità di dotarsi di una struttura finanziaria flessibile e quindi della conseguente possibilità di coinvolgere diverse tipologie di soci investitori portatori di interessi non omogenei.

⁽⁵²⁾ La disciplina in materia di società innovative permette, infatti, tanto l'ingresso in società del pubblico risparmio, anche attraverso il *crowdfunding*, e quindi di un numero potenzialmente molto elevato di soci investitori istituzionalmente disinteressati alla gestione dell'impresa sociale, quanto il coinvolgimento nel progetto imprenditoriale di soci investitori professionisti, dotati di elevate competenze nel settore e interessati alla massimizzazione del proprio investimento in fase di *exit*, e quindi anche a far sentire la propria voce in società.

⁽⁵³⁾ In questo senso v. AGSTENER, CAPIZZI, GIUDICI, (nt. 32), 408.

⁽⁵⁴⁾ Le deroghe alla disciplina generale previste dall'art. 26 del d.l. 179/2012 sono previste non solo per le società innovative che ricorrono al *crowdfunding* o che sono attive nei mercati dei capitali di rischio, ma in generale per tutte le s.r.l. PMI, anche innovative. Vale la pena di sottolineare che le clausole richiamate nel modello *standard* di s.r.l. *start up* innovativa prevedono che le deroghe al diritto societario (ed in particolare la creazione di quote con diritti diversi) non siano espressamente legate al carattere effettivamente aperto della società, bastando che lo statuto societario sia configurato ai sensi dell'art. 26 citato. Le stesse *start up* innovative a r.l. chiuse come pure le PMI innovative potranno creare categorie di quote con diritti diversi senza collegarle necessariamente al carattere aperto delle società, ma anche acquisendo per esempio partecipazioni proprie ove intendano porre in essere, per esempio, piani di incentivazione a favore dei dipendenti, amministratori, prestatori di opere e di servizi anche professionali. Infine, nulla impedisce che eventuali soci finanziatori professionisti sottoscrivano essi stessi quote serializzate dotate di speciali diritti di *voice* e/o economici. In argomento, v. *amplius* POLICARO, *Dalle s.r.l. emittenti sui portali online di equity crowdfunding alle s.r.l. aperte*, in IRRERA (a cura di), *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della Crisi. Studi in onore di Oreste Cagnasso*, Torino, Giappichelli, 2020, 113.

innovativa che si avvalga delle opzioni che la riforma ha introdotto non sia automaticamente una s.r.l. aperta al mercato ⁽⁵⁵⁾. Ed è anzi del tutto verosimile che anche in Italia, come nei Paesi anglosassoni, le società che vengono finanziate attraverso il coinvolgimento di soci investitori professionisti siano destinate a diventare un numero decisamente maggiore ⁽⁵⁶⁾.

Il fenomeno della s.r.l. innovativa *crowdfunded* non può dunque definirsi né centrale né tantomeno unico nella disciplina istitutiva. Pertanto, il sistematico ricorso alle regole in materia di s.p.a. aperta per sopperire alla inadeguatezza della disciplina codicistica della s.r.l. rispetto ai nuovi fenomeni, caldeggiato da una parte della dottrina, o addirittura, l'enucleazione di uno statuto transtipico destinato a tutte le società che si aprono al mercato sono ricostruzioni che non paiono convincenti ⁽⁵⁷⁾.

A quanto sopra si aggiunga che anche con riferimento alle s.r.l. innovative che fanno ricorso al *crowdfunding*, e che dunque secondo la dottrina maggioritaria sono definibili quali società aperte, l'evento in sé dell'accesso al portale per la cessione delle partecipazioni nulla dice in

⁽⁵⁵⁾ La dottrina maggioritaria tende a definire aperte quelle s.r.l. che pur rimanendo nei limiti delle piccole e medie imprese abbiano offerto al pubblico le proprie partecipazioni soprattutto tramite il *crowdfunding*. In realtà, l'utilizzazione della terminologia di società aperta e società chiusa per la s.r.l., concepita nel contesto della s.p.a. ove l'attribuzione di tali qualifiche avviene sulla base di dati oggettivi, rischia di generare non pochi equivoci. In argomento, v. *amplius* quanto indicato nel testo.

⁽⁵⁶⁾ Sebbene il *corpus* normativo in materia di società innovative miri ad incentivare anche in Italia la creazione di imprese innovative finanziate tramite sia il *venture capital* che il *crowdfunding*, nel panorama italiano le società innovative c.d. *VC-financed* costituiscono ancora un fenomeno numericamente marginale, mentre invece quelle che fanno ricorso al *crowdfunding*, soprattutto nelle fasi iniziali del progetto imprenditoriale, rappresentano un numero sempre maggiore. Tale aspetto è stato ampiamente approfondito da AGSTENER, CAPIZZI, GIUDICI, *Il design contrattuale delle startup VC-financed in Italia*, in AGE, 2021, 227 e ss., i quali tracciano un quadro esaustivo del panorama italiano. Tuttavia, anche sulla scorta di quanto accade in ordinamenti su questi aspetti più avanzati di quello italiano, a mio avviso il *crowdfunding* sarà destinato ad assumere un ruolo più marginale rispetto all'investimento da parte dei fondi di *venture capital* sia per effetti che per successi, in ragione soprattutto della loro ampia capacità manageriale e soprattutto conoscenza del mercato di riferimento e quindi, verosimilmente, il *crowdfunding* diventerà una forma di investimento complementare alle altre, a cui le imprese non intenderanno rinunciare, soprattutto, per i connessi ritorni in termini di immagine e notorietà. In argomento, cfr. GILSON, *Engineering a Venture Capital Market: Lessons from the American Experience*, in *Stanford Law Rev.*, 2003, 1067 ss.

⁽⁵⁷⁾ In argomento, per un'opinione diversa da quanto riportato nel testo, si veda CAGNASSO, *La s.r.l. aperta*, in *Start up e PMI innovative*, Zanichelli, Torino, 2020, 239, il quale ritiene che la disapplicazione di almeno una parte della disciplina in materia di s.r.l. pone il tema dei criteri da seguire per colmare le conseguenti lacune. Secondo l'a., la scelta cade inevitabilmente sulla disciplina della s.p.a. ed in particolare di quella quotata, quale disciplina in grado di che offre le necessarie tutele ai soci finanziatori e nello stesso tempo regole compatibili con una compagine societaria diffusa. Sostanzialmente analoga è altresì l'opinione di BENAZZO, *Categorie di quote, diritti di voto e governance della nuovissima s.r.l.: quale ruolo e quale spazio per la disciplina azionaria nella s.r.l. — PMI?*, in *Riv. soc.*, 2018, 1441 e ss.; CIAN, *Società start up innovative e PMI innovative*, in *Giur. comm.*, 2015, I, 969; CORSO, *S.r.l. PMI aperte al mercato: scelte statutarie e diritti dei soci investitori*, in *B.b.t.c.*, 2019, 877; SPERANZIN, *S.r.l. piccole e medie imprese tra autonomia statutaria e ibridazione dei tipi (con particolare riferimento alle partecipazioni prive del diritto di voto)*, in *Riv. soc.*, 2018, 335.

realtà quanto alla posizione endosocietaria dei sottoscrittori delle quote offerte o sulla tipologia di tali quote, né richiede perciò solo modifiche nei diritti di partecipazione dei soci che giustifichino l'applicazione di una sorta di statuto normativo costituito dalle norme del tipo destinato al mercato per eccellenza: la s.p.a.

Senza contare che le frontiere tra società a r.l. innovative aperte e chiuse sono estremamente mobili, nel senso che una società aperta potrebbe facilmente diventare una società chiusa e viceversa così come sarebbe del tutto plausibile che in una medesima società coesistano soci *crowdfunders* e soci investitori privati professionisti.

Ritengo quindi preferibile procedere ad una diversa operazione ricostruttiva che tenga in debito conto la riconducibilità delle s.r.l. innovative al tipo s.r.l. e il fatto che tale modello che si avvale delle opzioni organizzativo-partecipative messe a disposizione dalle Riforme 2012-2017 non necessariamente si presenta come aperto al mercato, potendo l'apertura essere non solo variamente modulata, ma anche mancare del tutto (es. società innovative a r.l. partecipata da *venture capital*).

È, quindi, preferibile riconoscere e valorizzare la autoreferenzialità della disciplina in materia di s.r.l., privilegiandola nella scelta delle disposizioni da applicare anche per regolare fenomeni nuovi per tale tipo societario. Una simile interpretazione passa inevitabilmente attraverso una lettura della disciplina codicistica in materia di s.r.l. alla luce dei più recenti interventi normativi, una interpretazione cioè che sia coerente e in grado di adeguarsi al nuovo archetipo socio-economico presupposto dalle Riforme del 2012-2017 ⁽⁵⁸⁾, superando le evidenti incoerenze della disciplina comune, ora interpretando estensivamente talune norme, ora mettendo in discussione la natura imperativa di altre, natura imperativa che nella s.r.l. non è quasi mai letteralmente stabilita, ma è molto spesso il frutto di una interpretazione sistematica del principio di rilevanza centrale del socio che oggi, nel nuovo contesto normativo, sembra essere stato superato.

Nel mutato contesto normativo, in cui il chiaro intento espresso dal legislatore è quello di favorire lo sviluppo per le s.r.l. PMI, anche innovative, di nuove modalità di finanziamento in capitale di rischio, coinvolgendo una pluralità di tipologie di finanziatori nelle diverse fasi del ciclo di vita dell'impresa, la fenomenologia della s.r.l. presupposta dal legislatore del 2003 appare oramai evidentemente superata.

La partecipazione di tutti i soci alla gestione della società e il loro esercizio di penetranti poteri di controllo su di essa come pure il mantenimento della compagine societaria sostanzialmente invariata, sia nella composizione che nella misura della entità della partecipazione originariamente acquisita, sono elementi che non possono più dirsi essenziali, ma

⁽⁵⁸⁾ In argomento, si rinvia a AGSTENER, CAPIZZI, GIUDICI, (nt. 32), 402.

solo eventuali, e ad essi nel mutato contesto normativo non può essere attribuito un ruolo identificativo della s.r.l. PMI.

Le norme che presuppongono un tale assetto organizzativo non possono giocoforza essere lette quali disposizioni inderogabili, limitanti l'autonomia statutaria delle s.r.l. innovative.

Da uno sguardo di insieme, è da evidenziarsi come gli interventi normativi richiamati determinino, se non il superamento del principio di rilevanza centrale del socio, quanto meno una diversa lettura dello stesso, nel senso di una valorizzazione del naturale protagonismo dei soci nella s.r.l., in quanto tali perfettamente in grado di individuare e disciplinare l'assetto interno dei loro rapporti nel modo ad essi più congeniale, e di rimozione dei vincoli alla libertà dei soci non derivanti da esigenze di tutela dei terzi ⁽⁵⁹⁾.

Così interpretato, il principio di rilevanza centrale del socio pare peraltro perfettamente coerente con gli altri principi generali della legge delega, in particolare con l'ampia autonomia statutaria e la differenziazione delle discipline dei modelli societari in relazione alla composizione sociale e alle modalità di finanziamento, che si traduce nella s.r.l. innovativa in un'estensione dell'autonomia statutaria in virtù dell'idoneità dei soci a tutelare autonomamente i propri interessi.

Possiamo quindi dire che, in assenza di una esplicita indicazione del legislatore, le disposizioni che attengono ai rapporti interni alla compagine societaria e che delineano l'assetto organizzativo-partecipativo della s.r.l. PMI, anche innovativa, devono considerarsi in linea di principio suscettibili di una diversa ed autonoma regolamentazione da parte dei soci ⁽⁶⁰⁾, riconoscendo una generale presunzione di derogabilità delle norme che potrà essere superata solo ove si ravvisino nel sistema indicazioni volte ad assegnare ad esse una valenza metaindividuale ⁽⁶¹⁾.

⁽⁵⁹⁾ Nel senso del testo, v. BUTTURINI, *Rilevanza centrale del socio e autonomia statutaria nella s.r.l.*, in *RDS*, 2011, 924.

⁽⁶⁰⁾ In questo senso, v. ABRIANI, *Controllo individuale del socio e autonomia contrattuale nella società a responsabilità limitata*, in *Giur. comm.*, 2005, I, 155 ivi 172. Si rinvia altresì a ABRIANI e MALTONI, *Elasticità organizzativa della società a responsabilità limitata e diritto dei soci di avocare decisioni gestorie: sulla derogabilità dell'art. 2479, comma 1, c.c.*, in *Riv. not.*, 2006, 1151, i quali sostengono che la rilevanza centrale del socio rafforza l'autonomia privata, dovendosi escludere la necessità di proteggere per mezzo di una disciplina imperativa soggetti del tutto in grado di badare ai propri interessi.

⁽⁶¹⁾ I recenti interventi normativi degli anni 2012-17 hanno ulteriormente ristretto la "provincia del diritto societario inderogabile", ponendo a disposizione di una nuova classe di imprenditori soluzioni particolarmente flessibili, in tema soprattutto di allocazione di diritti patrimoniali dei soci, in modo simile a quanto accade nell'esperienza statunitense. Solo un diritto societario flessibile e ampiamente derogabile è in grado di consentire il superamento delle difficoltà che il *venture capitalist* e l'imprenditore incontreranno inevitabilmente nella determinazione della propria relazione d'affari. In argomento, v. NIGRO e ENRIQUES, *Venture capital e diritto societario italiano: un rapporto difficile*, in *AGE*, 2021, 190-191. Ciò non esclude tuttavia la possibilità di individuare nell'ambito della sfera di autonomia un nucleo di norme imperative suscettibili di limitare le scelte dei privati. Cfr. CORSO, (nt. 42), 102;

La interpretazione della disciplina della s.r.l. innovativa qui proposta, secondo cui viene escluso il ricorso metodologico all'applicazione analogica delle norme imperative per sopperire alle aporie e lacune che i nuovi istituti hanno provocato, non impedisce tuttavia il ricorso all'applicazione di norme transtipiche sì con riferimento alle c.d. regole di mercato per le ipotesi di società innovative a r.l. che decidano di aprirsi al pubblico risparmio nei termini e nelle modalità di cui agli artt. 93-bis e ss. del Tuf ovvero attraverso il ricorso al finanziamento tramite piattaforme di *crowdfunding*.

Nella prima ipotesi, sono inevitabilmente destinate a trovare applicazione quelle regole finalizzate a garantire l'efficienza, la trasparenza e l'adeguata informazione nei mercati dei capitali, che in precedenza non avevano mai interessato la s.r.l., quale *close corporation* ⁽⁶²⁾, ma che oggi non possono più ritenersi in linea di principio inapplicabili.

Così, nel caso in cui la società a r.l. decida di sollecitare l'investimento attraverso l'offerta al pubblico ex art. 94 e ss. del Tuf, questa è indubbiamente tenuta alla predisposizione del prospetto informativo nei termini e nei modi previsti dall'art. 94 Tuf, e alla comunicazione preventiva del prospetto alla Consob. Essa è, inoltre, tenuta a corredare l'ultimo bilancio della relazione di revisione in cui il revisore contabile esprime il proprio giudizio ex art. 96 Tuf ⁽⁶³⁾.

Dalla data di comunicazione alla Consob dell'offerta, la s.r.l. innovativa assume nei confronti del mercato gli stessi obblighi informativi previsti dall'art. 114, commi 5 e 6, del Tuf per le società quotate, nonché l'obbligo di fornire alla Consob, ove richieste, le informazioni che l'art. 115 Tuf prevede che l'Autorità di vigilanza possa richiedere alle società quotate.

È destinata a mio avviso a trovare applicazione altresì tutta la regolamentazione secondaria demandata alla Autorità di vigilanza coerente con le disposizioni sopra richiamate.

Nell'ipotesi più frequente e più probabile in cui la s.r.l. decida di aprirsi al mercato attraverso un'offerta di proprie quote veicolata sui portali *on line*, sarà destinato a trovare applicazione l'intero Regolamento Consob n. 18592/2013. L'offerta tramite portali, pur non essendo idoneo in sé ad attribuire alla società che si rivolge *una tantum* al mercato una colorazione permanente e, dunque, un diverso regime normativo, richiama comunque una specifica disciplina anch'essa transtipica che si sostanzia, in

GORDON, *Mandatory Structure of Corporatae Law*, in 89 *Columbia Law Review*, 1989, 1549, il quale evidenzia l'importanza di alcune *mandatory rules* allo scopo di limitare i *costs of uncertainty*.

⁽⁶²⁾ Così BENAZZO, (nt. 56), 1453; CAGNASSO, (nt. 57), 238.

⁽⁶³⁾ La relazione del revisore legale con il relativo giudizio assicura l'attendibilità dei dati finanziari oltre alla rappresentazione chiara e corretta della situazione patrimoniale, del risultato economico e della situazione finanziaria dell'emittente e consente ai risparmiatori di effettuare investimenti ponderati e consapevoli.

estrema sintesi per i profili che qui interessano, nella previsione in statuto di un diritto di *exit* per i soci di minoranza che abbiano acquistato quote sui portali da attivarsi in caso di cessione del controllo a terzi nei primi tre anni dall'offerta; nell'obbligo di comunicazione e pubblicazione dei patti parasociali; un diverso regime relativo alla legittimazione all'esercizio dei diritti nel caso in cui la società abbia optato per un sistema intermediato di circolazione delle quote e il socio vi abbia fatto in concreto ricorso.

CAPITOLO II

LE FATTISPECIE DI SOCIETÀ INNOVATIVE

SOMMARIO: 1. Le *start up* innovative e i requisiti sostanziali. — 2. (*segue*) L'oggetto sociale innovativo delle *start up*. — 3. Le PMI innovative: i requisiti sostanziali e l'oggetto sociale. — 4. *Start up* innovative e PMI innovative: le due fattispecie a confronto. — 5. Il regime pubblicitario speciale delle società innovative.

1. *Le start up innovative e i requisiti sostanziali.*

Allo scopo di sostenere ed incentivare l'avvio e lo sviluppo dell'imprenditoria innovativa, il legislatore italiano ha implementato un *corpus* normativo che ruota attorno a due figure di imprese innovative: la *start up* tecnologicamente innovativa ⁽¹⁾, un'impresa cioè di nuova costituzione e di piccole dimensioni, introdotta dal d.l. 179/2012, e la PMI innovativa, un'impresa già costituita e tendenzialmente matura, di piccole e medie dimensioni secondo i parametri della Raccomandazione 2003/361/CE, introdotta nell'ordinamento dal successivo d.l. 3/2015.

Il *corpus* normativo a cui ha dato vita il legislatore speciale interviene, per quanto concerne il diritto dell'impresa, con modifiche al diritto comune che si possono definire radicali e potenzialmente definitive, relative all'articolazione dell'assetto organizzativo e finanziario, ai vincoli sul capitale, alla gestione della crisi di impresa nonché alla costituzione e alla pubblicità delle imprese innovative.

(1) In argomento, *ex multis* v. LUISE, *Il sistema delle start up e l'innovazione possibile*, in *Il Mulino*, 2019, fasc. 6, 973 e ss.; GUACCERO, *La start-up innovativa in forma di società a responsabilità limitata: raccolta del capitale di rischio ed equity crowdfunding*, in *B.B.t.c.*, 2014, 699; MALTONI, *La s.r.l. start-up innovativa*, in *Le nuove s.r.l. Aspetti sistematici e soluzioni operative*, Convegno Firenze, 18 ottobre 2013; CIAN, *Società start up innovative e PMI innovative*, in *Giur. Comm.*, 2015, I, 969; CAGNASSO, *Note in tema di s.r.l. start up innovative: un nuovo tipo societario a durata limitata?*, in *Impresa e mercato. Studi dedicati a Libertini*, a cura di Di Cataldo, Meli, Pennisi, I, Impresa e società, Milano, 2015, 79; SPERANZIN, *S.r.l. piccole-medie imprese tra autonomia statutaria e ibridazione dei tipi*, in *Riv. soc.*, 2018, 335; ABRIANI, *La struttura finanziaria della società a responsabilità limitata*, in *Riv. dir. soc.*, 2019, 501. BENAZZO, *La s.r.l. start up innovativa*, in *NLCC* 2014, 101 ss.; *Id.*, voce *Start up e P.M.I. innovative*, in *Dig. disc. priv., sez. comm. Agg.* (Torino, 2017), 467 ss.; MARASÀ, *Considerazioni sulle nuove s.r.l.: s.r.l. semplificate, s.r.l. ordinarie e start up innovative prima e dopo la l. n. 99/2013 di conversione del d.l. n. 76/2013*, in *Soc.*, 2013, 1095 ss..

Sebbene il rapporto che lega le due fattispecie di società innovative non si possa definire in progressione, la disciplina per esse dettata presenta una marcata linea di continuità, essendo estesa alla PMI innovativa gran parte dello statuto speciale previsto per la *start up* ⁽²⁾. Una volta superata la fase di avvio, le imprese che intendano continuare un modello imprenditoriale fondato sull'innovazione possono beneficiare delle disposizioni di favore previste per le *start up*, mutando l'iscrizione nel Registro delle imprese della durata massima quinquennale con quella di PMI innovative, a differenza della prima temporalmente illimitata, purché siano rispettati i limiti dimensionali e la componente innovativa minima prevista dall'art. 4 del d.l. 3/2015.

Le due fattispecie di società innovative non sono tuttavia progressivamente coincidenti. Esse avrebbero dovuto porsi in una relazione di progressione dall'una (la *start up*) all'altra (la PMI), secondo cioè un'ideale linea di crescita che vede l'impresa innovativa muoversi da una prima fase di avvio ad una fase di impresa più stabile e consolidata sul mercato.

In realtà, la relazione intercorrente tra tali fattispecie societarie non sembra collocarsi su di un piano di progressione e di evoluzione dall'una all'altra, con particolare riferimento al requisito dell'innovatività. Esse presentano divergenze che non paiono tutte giustificabili in ragione delle circostanze che esse rappresentino l'una l'evoluzione dell'altra.

Le *start up* e le PMI innovative sembrano piuttosto integrare due microcosmi separati e distinti, con molti punti di comunanza e talune divergenze.

Anche la disciplina, sebbene sia per la gran parte coincidente, non è la medesima per entrambe le fattispecie di società innovative. È infatti possibile identificare in esse un nucleo di disposizioni applicabili a tutte le società innovative ed un altro destinato esclusivamente alle *start up* innovative. Trovano applicazione solo con riferimento a queste ultime le norme che prevedono un'esenzione dal fallimento e dalle altre procedure concorsuali diverse dalla composizione della crisi da sovraindebitamento e dalla liquidazione del patrimonio previste dagli artt. 6-20 della l. 27 gennaio 2012 n. 3 ⁽³⁾ (4).

⁽²⁾ In tal senso, LA SALA, *Start up innovative: fattispecie e costituzione in forma di s.r.l.*, in *Riv. soc.* 2017, 1119.

⁽³⁾ Alla *start up* tecnologicamente innovativa che versi in uno stato di crisi il d.l. 179/2012 (art. 31) estende il beneficio della normativa di gestione della crisi da sovraindebitamento. Le ragioni che sono alla base della scelta del legislatore di sottrarre la *start up* alle procedure concorsuali ordinarie vanno rintracciate *in primis* nella volontà di garantire a tale società un periodo limitato di immunità, allo scopo di darle il tempo ed il modo di muovere verso una maggiore maturità dimensionale e finanziaria e poi, in caso comunque di crisi, di poter contare su una procedura che circoscriva l'intervento del giudice ad aspetti marginali della stessa e, soprattutto, limiti gli effetti negativi per l'imprenditore legati ad una sentenza di fallimento, consentendogli di ripartire con un nuovo progetto imprenditoriale. Si tratta di ragioni certamente condivisibili. In quest'ottica, ci si chiede se non avesse avuto più senso

Diviene, quindi, di estrema importanza identificare con assoluta pre-

escludere dalle procedure concorsuali tradizionali anche le PMI innovative, tra le quali possono annoverarsi anche *start up* che svolgono un'attività innovativa, ma non ad alto valore tecnologico. Non credo infatti che un'attività tecnologicamente innovativa possa dirsi astrattamente più meritevole di un trattamento di favore rispetto ad un'attività non tecnologicamente innovativa. In tema di procedure concorsuali delle *start up*, cfr. ΜΙΟΤΤΟ, *Fallibilità delle start up innovative. La tensione tra apparenza e realtà*, in *Dir. Fall e soc. comm.*, 2019, 1117.

(4) Sul piano societario, nel disegno originario predisposto dal legislatore, la *start up* innovativa godeva di un ulteriore privilegio rispetto alla PMI innovativa, potendo derogare alle prescrizioni formali che attengono alla fase di formazione e di modifica dell'atto costitutivo. La previsione, introdotta *a posteriori* per effetto del d.l. 3/2015, affiancava alla modalità tradizionale di costituzione della società mediante atto pubblico una modalità di redazione dell'atto costitutivo e di verbalizzazione delle delibere assembleari di modifica dello statuto basata su un atto sottoscritto dalle parti con firma digitale, obbligatoriamente redatto secondo un modello uniforme adottato con decreto del Ministro dello sviluppo economico, e senza alcun intervento del notaio. Sebbene il d.l. 3/2015 consentisse di utilizzare la modalità alternativa di redazione dell'atto costitutivo a tutte le *start up* innovative, il successivo d.m. del 17 febbraio 2016, recante "*Modalità di redazione degli atti costitutivi di società a responsabilità limitata start up innovative*", recava il modello uniforme di atto costitutivo per le sole *start up* innovative aventi forma di s.r.l. non semplificata. Stando a quanto contenuto nel testo del d.m., sembrava che l'approvazione di un modello di atto costitutivo uniforme anche per le *start up* in forma di s.p.a., s.a.p.a. e cooperative fosse stato solo rimandato, laddove si precisava: "*Tenuto conto che [...] il legislatore ha demandato al Ministro dello sviluppo economico la redazione di un modello standard per la costituzione di dette società*" e "*Valutato che appare prioritaria la redazione di un modello standard riservato alla costituzione di start up aventi forma di società a responsabilità limitata non semplificata di cui all'art. 2463 del codice civile*". La convinzione di chi scrive, avvalorata dal tempo trascorso invano, è invece che il legislatore avesse, intenzionalmente e definitivamente, dato attuazione solo parziale alla delega, in ragione del fatto si fosse presto reso conto di come il modello standardizzato apparisse difficilmente compatibile con le possibilità offerte dal diritto comune soprattutto alle s.p.a. di dare vita a strutture partecipative e finanziarie oltremodo complesse. Il modello uniforme, infatti, avrebbe dovuto annullare tutte queste opportunità o, alternativamente, consentire un numero talmente ampio di opzioni, tra le quali sarebbe stato oltremodo complicato per i soci orientarsi senza l'ausilio di un notaio, o, comunque, di un professionista esperto di materie giuridiche, in grado di verificare la complessiva tenuta dell'intero assetto normativo in concreto adottato. I maggiori profili di criticità connessi alla scelta del legislatore di prevedere una modalità alternativa di costituzione della *start up* erano però rappresentati dal controllo che le norme contenute nel d.m. del 17 febbraio 2016 attribuivano all'Ufficio del Registro delle imprese sull'atto costitutivo sottoscritto digitalmente ai fini dell'iscrizione della *start up* nel Registro delle imprese. Tali disposizioni si ponevano in palese contrasto con la direttiva 2009/101/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 16 settembre 2009, intesa a coordinare, per renderle equivalenti, le garanzie che sono richieste, negli Stati membri, alle società, a mente dell'art. 48, comma 2, del Trattato per proteggere gli interessi dei soci e dei terzi. Formalmente, il controllo preventivo di natura amministrativa, qual è quello che è chiamato a svolgere l'Ufficio del Registro, pareva essere coerente con la previsione di cui all'art. 11 della citata direttiva, che stabilisce la perfetta equivalenza del controllo omologatorio preventivo di natura amministrativa o giudiziaria con l'atto pubblico. La contrarietà al diritto comunitario di tale disciplina nasceva invece dal tipo di controllo svolto dall'Ufficio del Registro, che sembra non avere affatto le caratteristiche di un controllo di natura sostanziale, che invece, secondo il diritto europeo, qualsiasi controllo preventivo sull'atto costitutivo deve avere, dovendo consistere nella verifica della conformità dell'atto allo statuto legale previsto dalla legge per quel tipo di società. In nessun caso, il controllo dell'atto costitutivo può avere un contenuto più ridotto ovvero limitato a singoli aspetti della validità dell'atto. Nello stesso senso, si esprime l'art. 10 della direttiva UE 2017/1132 del Parlamento europeo e del Consiglio del 14 giugno 2017, relativa ad alcuni aspetti di diritto societario, che ribadisce la necessità che l'atto costitutivo e lo statuto della società e le loro modifiche rivestano la forma dell'atto pubblico allorché legislazione non

cisione i confini delle due fattispecie di società innovative, soffermandosi sull'esame dei requisiti sostanziali di cui ciascuna di esse deve essere in possesso e sugli elementi di differenziazione tra le due fattispecie.

La fattispecie della *start up* innovativa è stata la prima tipologia di società dedita all'innovazione introdotta nel nostro ordinamento; essa presenta altresì il maggior numero di requisiti sostanziali, alcuni dei quali sono evidentemente più funzionali e preordinati di altri al raggiungimento degli obiettivi che il legislatore si è proposto ⁽⁵⁾.

La qualifica di *start up* innovativa assume il carattere della transtipicità ⁽⁶⁾. Possono assumere lo *status* di *start up*, infatti, tutte le società di capitali previste dall'ordinamento ⁽⁷⁾, incluse le società costituite in forma

preveda, all'atto della costituzione, un controllo preventivo amministrativo o giudiziario. Sul punto è di recente intervenuto il Consiglio di Stato con sentenza del 29 marzo 2021 n. 2643, il quale ha dichiarato l'illegittimità del d.m. 17 febbraio 2016, confermando che la totale mancanza di controlli preventivi, amministrativi e giudiziari, da parte delle Camere di Commercio si pone in contrasto con quanto richiesto obbligatoriamente dalla normativa europea. Infatti, rileva il Consiglio di Stato, secondo le direttive 2009/101/CE e 2017/1132/UE "in tutti gli stati membri la cui legislazione non preveda, all'atto della costituzione, un controllo preventivo, amministrativo o giudiziario, l'atto costitutivo o lo statuto della società e le loro modifiche devono rivestire la forma di atto pubblico" e in base al DPR 581/1995 al conservatore del registro è consentito unicamente un controllo meramente formale. Successivamente alla pronuncia del Consiglio di Stato, il d.lgs. 8 novembre 2021, n. 183, che recepisce la direttiva (UE) 2019/1151, che modifica la direttiva (UE) 2017/1132, introduce nel nostro ordinamento un *iter* di costituzione digitale interamente devoluto al notaio non più limitato alle *start up* innovative in forma di s.r.l., ma consentito a tutte le s.r.l. e le s.r.l.s., incluse quindi le *start up* come pure le PMI innovative, che abbiano la sede in Italia e in cui i conferimenti siano effettuati in denaro. L'atto costitutivo è stipulato digitalmente mediante una piattaforma telematica predisposta e gestita dal Consiglio nazionale del notariato, la quale è stata strutturata in modo da consentire l'accertamento dell'identità dei video partecipanti, la verifica dei certificati di firma e la percezione di ciò che accade alle parti collegate in videoconferenza nel momento in cui manifestano la loro volontà. L'atto costitutivo assume così la forma dell'atto pubblico digitale e il notaio provvede, in conformità con le disposizioni del codice civile, all'iscrizione dello stesso nel registro delle imprese, superando in tal modo i profili di illegittimità e le criticità sollevati dal precedente regime.

⁽⁵⁾ FREGONARA, *La start up innovativa. Uno sguardo all'evoluzione del sistema societario e delle forme di finanziamento*, Milano, 2013, 30.

⁽⁶⁾ Va sottolineato che il d.l. 179/2012 non contiene alcuna definizione di *start up*, che viene data per presupposta dal legislatore speciale. È necessario quindi riferirsi alla nozione *extra* giuridica che ormai è divenuta di uso comune e con cui si identifica e si qualifica la fase iniziale di un'impresa, qualunque sia l'attività da questa svolta, e, più specificatamente, quella fase che va dalla costituzione ai primi anni di vita della società e che è deputata alla raccolta di capitali finanziari sotto forma sia di capitale di rischio che di credito, trascorsa la quale l'impresa non è più considerata una *start up*, indipendentemente dai risultati reddituali conseguiti. Tale fase, la cui durata è convenzionalmente fissata dalla letteratura economica in cinque anni dalla costituzione, è particolarmente delicata per via della fragilità finanziaria dell'impresa, della scarsa liquidità e, più in generale, della rischiosità che normalmente la connota e proprio per tale ragione essa necessita di norme più protettive, che permettano all'iniziativa economica di consolidarsi. In argomento, v. COSSU, *Nuovi modelli di s.r.l. nella legislazione italiana recente*, in *B.b.e tit. cred.*, 2015, I, 449.

⁽⁷⁾ Stante il tenore letterale dell'art. 25, comma 2 del d.l. 179/2012 non sembra rinvenibile alcun ostacolo a che la *start up* innovativa possa costituirsi quale s.r.l. unipersonale, mediante atto unilaterale, così, BENAZZO, *La s.r.l. start up innovativa*, in *NLCC*, 2014, 108. La qualifica di *start up* è altresì compatibile con la costituzione di s.r.l. semplificata. Oltre

di società cooperative, sebbene il legislatore speciale abbia pensato soprattutto alle società costituite in forma di s.r.l.. Ciò è confermato sia dall'elevato numero di deroghe alla disciplina generale prevista per tale tipo di società finalizzate ad incentivarne l'utilizzo sia dai dati statistici di cui oggi si dispone che evidenziano come le *start up* innovative siano costituite per la stragrande maggioranza in forma di s.r.l.

La *start up* innovativa è, inoltre, una società di piccole dimensioni, la cui produzione annua ha un valore non superiore a 5 milioni di euro, a partire dal secondo anno di attività, e le cui azioni o quote rappresentative di capitale sociale non sono negoziate su un mercato regolamentato o su un sistema multilaterale di negoziazione⁽⁸⁾, la cui residenza è fissata, indifferentemente, in Italia, ai sensi dell'art. 73 del Testo unico delle imposte sui redditi, approvato con Decreto del Presidente della Repubblica 22 dicembre 1986, n. 917, ovvero in uno degli Stati membri dell'Unione europea o in Stati aderenti all'accordo sullo spazio economico europeo, purché in tal caso la società abbia una sede produttiva o una filiale in Italia⁽⁹⁾.

a non esservi indici normativi contrari, si ritiene che tale forma societaria non costituisca un tipo ulteriore e diverso rispetto alla s.r.l. ordinaria; essa può pertanto farsi rientrare tra le società di capitali di cui parla l'art. 25. Certamente, poiché lo statuto delle s.r.l. semplificate è standardizzato e contiene clausole definite inderogabili dal d.l. 76/2013, i soci non potrebbero inserirvi proprio quelle clausole concepite dal legislatore relativamente alle *start up* aventi funzione incentivante, in quanto derogatorie rispetto alla disciplina ordinaria.

⁽⁸⁾ Con riferimento al requisito indicato nel testo, il divieto dovrebbe estendersi anche ai mercati di crescita, introdotti dalla direttiva Mifid II, e quindi successivamente all'entrata in vigore del d.l. 179/2012, in ragione del fatto che tali mercati sono una sottocategoria dei sistemi multilaterali di negoziazione. La *ratio* che pertanto sorregge il divieto in parola appare essere la medesima. Più in generale, vale la pena di sottolineare come la quotazione su mercati regolamentati e in qualche misura la negoziazione sui sistemi multilaterali di negoziazione presentano infatti una serie di costi fissi così elevati da rendere tali meccanismi di finanziamento non adeguati per le imprese in fase di *start up*.

⁽⁹⁾ La formulazione originaria della norma limitava il novero delle *start up* innovative alle sole società di diritto italiano o alla *Societas* europea. La scelta di ampliare il novero dei soggetti legittimati a beneficiare della disciplina agevolativa sembra essere imposta da un duplice ordine di ragioni. In primo luogo, dalla necessità di uniformare la disciplina in materia di *start up* innovative a quella dettata dal successivo d.l. 3/2015 in materia di PMI innovative, essendo entrambe le tipologie di società innovative accumulate dalla medesima logica sottostante che ne giustifica, ove possibile, la sottoposizione ad una disciplina analoga. Ancora, la modifica della disciplina sul punto è da ravvisare nella circostanza che essendo la disciplina di sostegno all'imprenditoria innovativa una disciplina che introduce numerosi vantaggi, che nel caso delle PMI innovative possono essere anche a carattere perpetuo (o, più precisamente, vantaggi di cui la PMI innovativa può beneficiare per tutto il tempo in cui mantenga i requisiti richiesti dalla legge), se questa fosse stata riservata unicamente alle società italiane, avrebbe potuto configurare una violazione della disciplina europea in materia di aiuti di Stato ed integrare così un elemento di distorsione della concorrenza all'interno del mercato unico. La possibilità di essere ammessi a godere dei benefici di cui al d.l. n. 179/2012 per le società non di diritto italiano non è però automatica, ma subordinata alla condizione che queste abbiano in Italia una sede produttiva o una filiale, organizzazioni societarie che però non vengono definite dal *corpus* normativo in materia di innovazione. La sede produttiva, in assenza di riferimenti normativi e stando ad un esame semantico dell'espressione utilizzata dal legislatore speciale, sembrerebbe indicare una sede secondaria presente sul territorio italiano che sia produttiva, deputata ed idonea cioè a realizzare un ciclo produttivo o una sua fase

La qualifica di *start up* innovativa è altresì temporalmente limitata, di durata massima quinquennale, corrispondente alle fasi di ricerca e sviluppo dell'idea innovativa, di predisposizione del complesso aziendale e di avvio del ciclo produttivo ⁽¹⁰⁾. Il periodo quinquennale decorre dalla costituzione della società medesima e non dall'iscrizione di questa nell'apposita sezione del Registro delle imprese. Poiché la costituzione della società può precedere anche di molto l'iscrizione nella sezione del registro delle *start up*, può accadere che la società possa beneficiare del regime agevolativo, una volta iscritta nella relativa sezione speciale, soltanto per il restante lasso di tempo prima dello spirare del termine di cinque anni dalla costituzione.

La scelta del legislatore di far decorrere il quinquennio di agevolazioni dal dato formale della costituzione della società *start up* garantisce massimamente la certezza delle situazioni giuridiche. Essa comporta altresì la conseguenza di escludere dalla qualifica di *start up* quella impresa iniziata precedentemente alla costituzione della società; questa nascerebbe avvalendosi di un'organizzazione aziendale pregressa e quindi sarebbe ormai fuori dalla fase di *start up* e dunque non più meritevole di particolari benefici da parte dell'ordinamento.

Coerentemente con la disposizione sopra richiamata, l'art. 25, comma 2 lett. g), del d.l. 179/2012 prevede che la qualifica di *start up* innovativa non possa essere conseguita dalla società nata a seguito fusione, scissione societaria, cessione d'azienda o di ramo d'azienda ⁽¹¹⁾. In tutte queste

completa, con la presenza di lavoratori in via continuativa. La filiale è invece una nozione presente nel diritto comunitario: gli artt. 49 e 50 del TFUE indicano la filiale, al pari delle succursali e agenzie, come una delle modalità accordate ad una società per esercitare il diritto di stabilimento secondario in uno dei Paesi membri. Ed in particolare, sulla definizione di filiale è intervenuto il Comitato economico e sociale europeo definendola quale "*una società autonoma, con responsabilità giuridica propria indipendentemente da quella della società madre ed essa, da sola, assume la responsabilità dei suoi impegni nei confronti dei creditori e dei terzi; la società madre, dal punto di vista giuridico non è responsabile dei debiti contratti dalla filiale e non può quindi essere perseguita per i debiti di quest'ultima*". La filiale è quindi una società affiliata, caratterizzata certamente da autonomia patrimoniale e decisionale, dotata anche di autonoma personalità giuridica, ma che presuppone la presenza di una società madre rispetto alla quale la filiale viene a porsi come società controllata. La sede produttiva e la filiale sono le uniche modalità attraverso le quali una società non di diritto italiano può essere ammessa a godere dei benefici previsti dalla disciplina speciale in materia di imprese innovative, con esclusione di ogni altra diversa articolazione organizzativa che non raggiunga il livello di organizzazione e/o autonomia proprie della sede produttiva o della filiale.

⁽¹⁰⁾ L'articolo riportato nel testo è stato modificato per effetto dell'art. 4 del d.l. n. 3/2015, che ha portato il periodo di durata dello statuto speciale delle *start up* da quattro a cinque anni. Sui requisiti della *start up* innovativa, v. DESANA, *PMI Innovative, PMI e società a responsabilità limitata: una rivoluzione copernicana?*, in IRRERA (a cura di), *La società a responsabilità limitata: un modello transpico alla prova del Codice della Crisi. Studi in onore di Oreste Cagnasso*, Torino, Giappichelli, 2020, 57.

⁽¹¹⁾ Come indicato nel testo, il suddetto divieto trova la sua *ratio* nell'intento di evitare abusi della disciplina di favore prescritta, evitando quindi che una società preesistente possa dar vita ad una *start up* innovativa solo trasferendo a titolo oneroso o assegnando ad essa in sede di scissione o conferendo ad essa una parte del proprio complesso aziendale. Un corrispondente divieto non è invece ripreso dal d.l. 3/2015 per le PMI innovative che possono

ipotesi, infatti, l'attività di impresa esercitata dalla nuova società sarebbe preesistente alla costituzione di questa.

Tra le ipotesi impeditive dell'iscrizione nella sezione speciale della *start up* non è indicata la trasformazione societaria, in ragione probabilmente del fatto che con la trasformazione non si realizza il disallineamento tra l'esercizio dell'attività di impresa e la costituzione della società che è alla base del divieto.

Meno comprensibile è invece la mancata menzione nell'elenco di cui alla norma citata di quelle ipotesi in cui per esempio la società abbia acquisito la disponibilità di un complesso aziendale in virtù di vicende diverse dalla cessione, quali per esempio l'affitto d'azienda ⁽¹²⁾.

È difficile comprendere quale sia il senso e la coerenza di una disciplina che tratta in maniera differente una *start up* che prosegua un'attività economica intrapresa da un soggetto giuridico diverso a seconda che tale attività sia attribuita alla *start up* all'esito di un processo di fusione, scissione o cessione d'azienda ovvero di affitto d'azienda.

L'evidente antinomia potrebbe essere facilmente superata facendo ricorso al principio di interpretazione analogica.

Meritano tuttavia in proposito di essere segnalati alcuni pareri resi dal Mise alle Camere di Commercio, nei quali il Ministero ha ribadito — peraltro in maniera non del tutto convincente — la tassatività dell'elencazione delle ipotesi ostative dell'acquisto della qualifica di *start up*.

A sostegno della propria interpretazione, il Mise ha richiamato il criterio ermeneutico previsto dall'art. 1 comma 2 del d.l. n. 1 del 2012, convertito con modificazioni in l. n. 27 del 2012, a norma del quale *“le disposizioni recanti divieti, restrizioni, oneri o condizioni all'accesso ed all'esercizio delle attività economiche sono in ogni caso interpretate ed applicate in senso tassativo, restrittivo e ragionevolmente proporzionato alle perseguite finalità di interesse pubblico generale, alla stregua dei principi costituzionali per i quali l'iniziativa economica privata è libera secondo condizioni di piena concorrenza e pari opportunità tra tutti i*

quindi proseguire in una mutata veste giuridica attività preesistenti. È interessante notare come dai quesiti che le Camere di Commercio hanno posto dal 2012 in poi al Mise emerge che molte delle aspiranti *start up* originino proprio da vicende che l'art. 25, comma 2, lett. g), sembrerebbe escludere. Sembra invece ammissibile, stando all'interpretazione che della norma in esame fa il Mise, con nota prot. 0164029 dell'8 ottobre 2015, che possa accedere ai benefici previsti per la *start up* innovativa l'imprenditore individuale che dia vita ad una nuova società in forma di s.r.l. unipersonale, ivi conferendo la sua azienda. In tale ipotesi, secondo il Ministero, sarebbe ravvisabile non tanto un fenomeno di conferimento, quanto piuttosto una *“trasformazione eterogenea atipica”* che, qualora fosse impedita, determinerebbe una ingiustificata disparità di trattamento nei confronti degli imprenditori individuali, i quali non potrebbero accedere alle agevolazioni di cui al d.l. 179/2012, in quanto non costituiti in forma societaria e, nello stesso tempo, impossibilitati a trasformarsi in società.

⁽¹²⁾ In argomento v. BRIOLINI, *Titolarità di brevetti, cessione d'azienda e vicende dell'impresa nelle start up e PMI innovative*, in *Oss. del dir. civ. e comm.*, 2016, fasc. 2, 473.

soggetti, presenti e futuri, ed ammette solo i limiti, i programmi e i controlli necessari ad evitare possibili danni alla salute, all'ambiente, al paesaggio, al patrimonio artistico e culturale, alla sicurezza, alla libertà, alla dignità umana e possibili contrasti con l'utilità sociale, con l'ordine pubblico, con il sistema tributario e con gli obblighi comunitari ed internazionali della Repubblica”.

Pertanto, sempre secondo i suddetti pareri, l'Ufficio del Registro delle imprese una volta ricevuta la domanda dovrebbe verificare che non ricorra una delle fattispecie ostative indicate dalla disposizione, potendo procedere all'iscrizione solo ogni qualvolta la *start up* sia la risultante di un'operazione diversa da quelle indicate dalla norma ⁽¹³⁾.

L'interpretazione che fa il Ministero della disposizione citata lascia tuttavia adito a non pochi dubbi. Infatti, come esplicitato nel testo, l'art. 1 comma 2 del d.l. n. 1 del 2012 richiama ad una interpretazione tassativa, restrittiva e ragionevolmente proporzionata alla finalità di interesse pubblico generale delle norme che pongono divieti, restrizioni, oneri o condizioni all'esercizio dell'attività economica.

Tralasciando in questa sede qualsiasi valutazione circa l'opportunità e la necessità di una norma che imponga un criterio di interpretazione che sovverte i consolidati canoni ermeneutici propri di uno Stato di diritto, sanciti dall'art. 12 delle Preleggi, resta il fatto che le disposizioni contenute al comma 2 dell'art. 25 del d.l. 179/2012 prevedono una serie di requisiti che la *start up* innovativa deve possedere per iscriversi nella sezione speciale del Registro delle imprese, e dunque per poter beneficiare della disciplina agevolativa ivi prevista, ma non certo per esercitare la propria attività economica. In altri termini, i requisiti previsti dal succitato articolo sono condizioni per poter beneficiare di una serie di agevolazioni di carattere societario, tributario, fiscale e laburistico, ma non sono per l'esercizio di un'attività economica. Nulla infatti impedisce che la *start up* innovativa possa svolgere la propria attività economica a carattere innovativo anche in assenza dei suddetti requisiti. Nel qual caso, infatti, la *start up* innovativa non potrà godere dei benefici connessi, ma potrà svolgere la propria attività economica, qualunque essa sia. La qualifica di *start up* innovativa è un presupposto per la concessione di determinati benefici, ma non è un'attività economica in sé.

Ritengo quindi che la disposizione di cui all'art. 25, comma 2, lett. g) del d.l. 179/2012, debba essere letta nel senso di ritenere preclusa l'iscrizione nella sezione speciale del registro delle imprese quale *start up* innovativa alle imprese avviate prima della costituzione della società.

⁽¹³⁾ Ci si riferisce al parere del Mise del 3 settembre 2015 prot. 155183, disponibile al seguente indirizzo http://www.sviluppoeconomico.gov.it/images/stories/normativa/start-up_PD_azienza.pdf.

Un ulteriore elemento di caratterizzazione della fattispecie *start up* innovativa è rappresentato dal profilo lucrativo. Pur essendo la *start up* una società che esercita la propria attività di impresa con metodo lucrativo, questo subisce una limitazione parziale. La qualifica di *start up* innovativa presuppone che la società non distribuisca utili durante tutto il periodo in cui possiede i requisiti per essere una *start up* innovativa e che, in caso di sua costituzione precedente l'accesso alla qualifica di *start up*, non abbia mai distribuito utili ⁽¹⁴⁾. Il divieto di distribuire utili opera per tutto il periodo di iscrizione nella sezione speciale del registro delle imprese e viene meno con la cancellazione da essa, la quale opera come limite legale a termine. Trascorso tale periodo di tempo, la clausola lucrativa riacquista la sua naturale pienezza e la società può procedere alla distribuzione di utili già nell'esercizio immediatamente successivo, anche con riferimento agli utili che per competenza risultano maturati in costanza di iscrizione.

La *ratio* del divieto temporaneo di distribuzione degli utili per le *start up* sembra doversi rintracciare in una sorta di induzione all'autofinanziamento della società e al consolidamento patrimoniale di questa. Siccome le *start up* sono organizzazioni dedite ad attività ad alto rischio, hanno una particolare necessità di rinsaldare la loro struttura patrimoniale per fronteggiare il più alto rischio di impresa e di accantonare le risorse necessarie per l'attività di ricerca e sviluppo. E in questo senso, la mancanza di specifiche regole a corredo del divieto di distribuire gli utili conseguiti volte a disporre la capitalizzazione degli stessi per costituire una riserva legale irrobustita, come previsto con riferimento alle s.r.l. con capitale inferiore a diecimila euro, sembra doversi leggere proprio come un'indicazione generale del legislatore al reinvestimento degli utili conseguiti, senza volerne vincolare la destinazione o l'impiego in una direzione piuttosto che nell'altra, e lasciando la più ampia autonomia alla società (se, per esempio, aumentare le spese in ricerca e sviluppo ovvero costituire una riserva comunque denominata) ⁽¹⁵⁾.

⁽¹⁴⁾ Ai fini dell'osservanza del requisito in esame, credo che sia sufficiente che la società non abbia deliberato e non delibere la distribuzione di utili conseguiti fino al termine del quinquennio. La formulazione utilizzata dal legislatore all'art. 25, comma 2, lett. e), secondo cui la *start up* "non distribuisce utili, e non ha distribuito utili", a parere di chi scrive non richiede l'inserimento nell'atto costitutivo di una clausola che preveda espressamente la mancata distribuzione di utili per il periodo di iscrizione nella sezione speciale del Registro delle imprese. Non ritengo, inoltre, che dalla previsione di una simile clausola nel modello uniforme allegato al d.m. 17 febbraio 2016 si possa desumere la necessaria presenza nello statuto quando la società si costituisca dal notaio mediante atto pubblico.

⁽¹⁵⁾ Diversa è invece l'opinione di LOFFREDO, *Start up innovative e lucratività*, in *Start up e PMI innovative: scelte statutarie e finanziamento*, Esi 2019, 30 e ss., la quale ravvisa un collegamento tra il divieto di distribuzione degli utili e l'esonerazione delle *start up* dalle procedure concorsuali ordinarie. Secondo l'a., la preclusione legale di distribuzione degli utili sarebbe da leggersi quale regola a tutela dei creditori, esposti al rischio di insolvenza presente presuntivamente per tutti i cinque anni di *start up*, e non si avvantaggiano di procedure di composizione e di regolazione concorsuale della crisi ma delle sole procedure da sovraindebitamento.

Letta in questo senso, la disposizione che vieta la distribuzione di utili nel periodo suddetto appare opportuna e certamente condivisibile.

Non si può tuttavia fare a meno di notare e sottolineare come divieto di distribuzione degli utili resti una disposizione isolata, non accompagnata cioè da alcuna altra regola che possa vietare, anche indirettamente, una uscita di risorse dal patrimonio della società e il loro corrispondente ingresso nel patrimonio dei singoli soci. Continuano infatti a trovare applicazione le norme comuni in materia di liquidazione della quota in caso di recesso o esclusione del socio. In caso di cessazione della società, non risulta che il patrimonio residuo debba essere devoluto a scopi altruistici né che in caso di alienazione della propria quota il socio non possa monetizzare gli incrementi del valore del patrimonio netto ⁽¹⁶⁾.

2. (segue) *L'oggetto sociale innovativo delle start up.*

L'ultimo — non certo per importanza — tratto differenziale che contraddistingue la *start up* dalla PMI innovativa è rappresentato dall'oggetto sociale. Perché una società che si trova in fase iniziale possa fregiarsi della qualifica di *start up* innovativa, oltre ai requisiti di cui sopra, è necessario che abbia ad oggetto “*in via esclusiva o prevalente*” lo sviluppo, la produzione e la commercializzazione “*di prodotti o servizi innovativi ad alto valore tecnologico*” (art. 25, lettera f) del d.l. 179/2012).

Appare subito evidente come il sintagma usato dal legislatore speciale non abbia un contenuto scientificamente determinato, né corrisponda ad alcuna definizione normativa già utilizzata in precedenza. Spetta quindi all'interprete procedere ad una meticolosa attività volta a comprendere *in primis* cosa siano i prodotti o i servizi innovativi ad alto valore tecnologico di cui parla la norma, considerando che a tali società è consentito di svolgere indifferentemente ogni genere di attività, senza alcuna preclusione, e, poi, anche chi e come debba valutare la sussistenza del requisito dell'innovazione ad alto valore tecnologico.

Un primo e fondamentale dato che emerge dalla lettura della disposizione sopra riportata riguarda la circostanza che l'aggettivo *innovativi*

Secondo LA SALA, (nt. 1), 1128, l'obbligo di accumulare gli utili prodotti durante il quinquennio avrebbe altresì lo scopo di prevenire fenomeni di sfruttamento abusivo della qualifica di *start up*. Esso può infatti contribuire a garantire un livello minimo di serietà dell'iniziativa economica.

⁽¹⁶⁾ Diversa è l'opinione di BRIOLINI, *Verso una nuova disciplina delle distribuzioni del netto?*, in *Riv. soc.*, 2016, 103 e ss., secondo il quale, invece, dovrebbero ritenersi preclusa qualsiasi distribuzione diretta o indiretta del patrimonio della società, come per esempio distribuzione di avanzi di gestione o di fondi e riserve disponibili, comunque denominate, la riduzione reale del capitale sociale. Si tratta di misure che dovrebbero a rigore giustificare una cancellazione dalla sezione speciale del Registro delle imprese e la perdita di tutti i benefici di legge, oltre che a fondare la responsabilità degli amministratori di *start up*.

debba essere qualificato in ragione dell'*alto valore tecnologico*, per l'assenza di qualsivoglia congiunzione che ne separi le due componenti. Il dettato legislativo deve, cioè, essere letto nel senso di ritenere che l'oggetto sociale di una *start up* innovativa debba consistere nello sviluppo, produzione e commercializzazione di prodotti o servizi qualificati come innovativi *in quanto* caratterizzati da un alto valore tecnologico (17).

È necessario quindi partire dalla nozione di alto valore tecnologico.

In proposito, è importante sottolineare preliminarmente come la disciplina speciale richieda la presenza di un alto *valore* e non di un alto *contenuto* tecnologico, focalizzandosi sull'aspetto qualitativo e non meramente quantitativo dell'elemento.

La precisazione non è di poco conto, poiché anche prodotti o servizi caratterizzati da basso *contenuto* tecnologico possono soddisfare il requisito, purché la componente tecnologica sia intrinsecamente di alto *valore*.

Non meno importante ai fini dell'interpretazione dell'espressione usata dal legislatore di prodotti o servizi innovativi ad alto valore tecnologico è l'analisi dell'aggettivo "tecnologico".

La definizione di tecnologia presente sul vocabolario Treccani parla di "*Vasto settore di ricerca [...], composto da diverse discipline [...], che ha come oggetto l'applicazione e l'uso degli strumenti tecnici in senso lato [...], ossia di tutto ciò che può essere applicato alla soluzione di problemi pratici, all'ottimizzazione delle procedure, alla presa di decisioni, alla scelta di strategie finalizzate a determinati obiettivi. [...] esso si riferisce all'utilizzazione ottimale, anche e soprattutto da un punto di vista economico, dell'insieme di tecniche e procedimenti diversi impiegati in un dato settore, e delle conoscenze tecnico-scientifiche più avanzate [...] e, più in generale, a un insieme di elaborazioni teoriche e sistematiche, applicabili globalmente alla pianificazione e alla razionalizzazione dell'intervento produttivo [...]*".

Alla luce della definizione dell'aggettivo tecnologico, credo si possano fare alcune importanti precisazione: *i*) l'attività svolta dalla *start up* innovativa può riguardare tanto mercati nuovi e a forte vocazione tecnologica che, invece, mercati più tradizionali, a basso tasso di tecnologia o, addirittura, privi di alcuna connotazione in questo senso, purché i prodotti o i servizi nuovi siano caratterizzati da un'innovazione ad alto valore tecnologico; *ii*) l'attività della *start up* innovativa può essere lecitamente finalizzata non solo alla realizzazione di prodotti o servizi nuovi, ma anche già

(17) Diversa è l'opinione espressa da CIAN, *Le società start-up innovative. Problemi definitivi e tipologici*, in AIDA, 2013, 416, il quale ritiene che l'attività della *start up* innovativa debba essere innovativa ed avere altresì un alto contenuto tecnologico. Egli si interroga poi sulla possibilità di ricondurre la nozione di innovazione nell'alveo della novità brevettuale, riconoscendo però che in tal modo la componente di indeterminazione della fattispecie si accrescerebbe enormemente.

presenti sul mercato, purché essi rappresentino un'innovazione ad alto valore tecnologico ⁽¹⁸⁾.

Per quanto attiene poi al livello di innovazione del valore tecnologico, il legislatore richiede che questo debba essere *alto*, non accontentandosi della presenza del solo valore tecnologico. In questo senso, coerentemente con le finalità della normativa in esame, sarei propensa a riconoscere l'innovatività legata alla presenza di un alto valore tecnologico a prodotti e servizi sia nel caso in cui essi siano prodotti o servizi originali rispetto allo stato delle conoscenze sia quando essi siano prodotti innovativi se rapportati al cointesto di mercato, come pure quando essi siano il risultato già noto di un diverso processo ideativo, progettuale e/o realizzativo innovativo ⁽¹⁹⁾.

Ciò comporta che il requisito dell'innovatività non sia proprio solo dei prodotti o servizi innovativi dell'impresa *first to market*, che ha cioè realmente e per prima innovato il mercato di riferimento, ma anche dei c.d. *followers* ⁽²⁰⁾. Possono cioè fregiarsi di tale connotazione anche i prodotti che sono innovativi ma che sono già stati anticipati sul mercato almeno fino a quando essi rappresentino un'innovazione rispetto allo stato dell'arte e, al tempo stesso, siano il frutto non di una mera attività di replica delle iniziative altrui, ma di un'attività di sviluppo, produzione e commercializzazione autonomamente portata avanti da ciascuna impresa ⁽²¹⁾.

In altre parole, non essendo stato previsto dalla disciplina un sistema volto a premiare esclusivamente l'impresa che per prima arriva alla realizzazione di una determinata soluzione ad alto valore innovativo, ne deduco che allorché un risultato sostanzialmente analogo sia stato realizzato da altra impresa anche questa possa fregiarsi della qualifica di *start up* innovativa se i prodotti o i servizi innovativi siano il risultato di un autonomo processo di sviluppo, produzione e commercializzazione di essi, almeno fino a quando manchi un mercato di riferimento.

⁽¹⁸⁾ L'innovazione tecnologica si realizza anche in settori tradizionali. In questo senso, basti pensare a quanto accaduto nel mercato degli orologi, in cui l'introduzione della tecnologia al quarzo ha permesso a nuovi concorrenti di offrire sul mercato una grande varietà di modelli a prezzi più convenienti e con molteplici funzioni ulteriori rispetto a quelli meccanici.

⁽¹⁹⁾ Dubita dell'opportunità di un'interpretazione rigorosa del dettato normativo e dei requisiti identificativi della fattispecie alla luce dell'estensione di gran parte dello statuto speciale anche alle semplici PMI anche BENAZZO, voce "Start up e P.M.I. Innovative, in *Digesto delle discipline privatistiche. Sez. commerciale. Aggiornamento*, Utet, Torino, 2017, alla nota 31.

⁽²⁰⁾ Le definizioni *first to market* e *followers* vanno tarate sui mercati di riferimento delle singole società che intendono acquisire la qualifica di società innovative. Infatti, il progressivo incremento della sofisticazione tecnologica — particolarmente incisivo nei settori in cui si concentrano tali società — renderebbe di scarsa utilità comparazioni collegate a definizioni di mercato ampie e generiche.

⁽²¹⁾ Nel senso del testo, v. anche LA SALA (nt. 1), 1130.

Restano invece senza risposta i dubbi sulle modalità utili a stabilire la presenza del requisito.

Ciò che emerge con certezza dalla normativa speciale è che, al fine di concedere i benefici previsti, la natura innovativa dell'attività di una certa impresa debba essere stabilita *a priori*, in base ad una valutazione prognostica. Per tale accertamento, non è stata prevista una valutazione estrinseca all'impresa in merito alla sua innovatività: la sussistenza del requisito in parola è rimessa ad una autocertificazione rilasciata dal legale rappresentante della *start up* (22).

Un ulteriore elemento che emerge dalla definizione dell'oggetto sociale della *start up* innovativa, e su cui vale la pena di soffermarsi, è rappresentato dal fatto che questo deve necessariamente consistere, in via esclusiva o prevalente, nello sviluppo, nella produzione e commercializzazione di prodotti o servizi innovativi ad alto valore tecnologico. Le tre attività enunciate nella norma — *sviluppo, produzione e commercializzazione* — sono legate fra loro dalla congiunzione *e* in luogo della disgiuntiva *o*. Il tenore letterale della disposizione lascia dunque intendere che la progettazione, la realizzazione e la successiva commercializzazione siano attività legate fra loro da una progressione logica e rappresentino ciascuna una fase necessaria in cui si articola l'attività imprenditoriale svolta dalle *start up* innovative. È però necessario chiarire che, sebbene l'attività della *start up* innovativa debba ricomprendere in successione tutte e tre le fasi sopra indicate, l'innovatività tecnologica non deve invece concernere tutte. In altre parole, la norma non richiede che le fasi attraverso le quali l'attività della *start up* innovativa deve articolarsi siano tutte caratterizzate dall'innovazione, ma solo che tale società deve necessariamente svolgere un'attività che abbia ad oggetto lo sviluppo, la produzione e la commercializzazione di prodotti o servizi tecnologicamente innovativi. Dal che si deduce che l'attività di ricerca e sviluppo non possa essere considerata un'attività esclusiva, ma al contrario una fase intermedia e prodromica alla successiva realizzazione e commercializzazione di prodotti o servizi innovativi. Ed ancora, che non sia legittimo un oggetto sociale limitato alla sola fase della commercializzazione di prodotti o servizi innovativi ad alto valore tecno-

(22) La dichiarazione del legale rappresentante circa il carattere innovativo della società è rimessa al legale rappresentante, il quale dovrà rendere dichiarazioni diverse a seconda che la società sia o meno già operativa al momento della costituzione. Nel caso si proceda ad iscrivere una *start up* la cui attività non sia ancora iniziata, la dichiarazione del legale rappresentante si risolve in una dichiarazione di intenti, mancando un'attività d'impresa imputabile alla società al momento del deposito della documentazione. Diversamente, nel caso in cui la società si iscriva successivamente alla sua costituzione, il legale rappresentante deve dichiarare sotto la propria responsabilità che la società sta realmente svolgendo un'attività innovativa. Dello stesso tenore di tale ultima autocertificazione dovranno essere quelle rese ogni anno ai fini della permanenza della società nella sezione speciale del Registro delle imprese.

logico, sviluppati e realizzati da altra impresa ⁽²³⁾. Ciò che invece la lettera e lo spirito della norma consentono è che l'innovatività riguardi non i prodotti e i servizi realizzati dalla *start up*, ma l'utilizzo di sistemi di produzione e/o di commercializzazione tecnologicamente avanzati.

Ciò porta inevitabilmente a meglio perimetrare il novero delle società che possano legittimamente qualificarsi quali *start up* innovative e che possano accedere ai relativi benefici di legge.

Ancora, la norma richiede che l'attività programmata non debba essere esercitata in via esclusiva, ma è sufficiente che sia prevalente. L'oggetto sociale potrà essere costituito, oltre che dall'attività tecnologicamente innovativa, anche da attività appartenenti a settori tradizionalmente più maturi. Per quanto attiene poi alla prevalenza, la norma non chiarisce se essa debba essere una prevalenza documentale, risultante cioè dall'oggetto sociale, come è quella relativa alla professione svolta dalle società fra professionisti multidisciplinari, ovvero riferita all'attività effettivamente esercitata, come nel caso della prevalenza della mutualità, *ex art. 2512 c.c.*

In merito, sembra tuttavia preferibile l'opinione di quanti ritengono che il legislatore avesse in mente un'indagine da svolgersi in concreto, con riferimento all'attività effettivamente posta in essere dalla *start up* ⁽²⁴⁾. In questo senso depono il richiamo all'attività svolta, che va descritta nella domanda di iscrizione nella sezione dedicata del Registro delle imprese, *ex art. 25 comma 12, lett. d)*. Un ulteriore elemento in questo senso si può desumere dall'art. 2513 c.c., in materia di cooperative, il quale richiede a determinati effetti agevolativi — e quindi in una logica analoga a quella del d.l. 179/2012 — il ricorrere di un requisito di prevalenza dell'attività svolta.

La dimensione innovativa dell'attività svolta dalla *start up* innovativa viene ad essere qualificata ulteriormente dalla presenza di almeno uno tra tre altri requisiti obbligatori dei quali la società deve essere alternativamente in possesso. Si tratta di tre requisiti alternativi non molto rigorosi, di per sé compatibili con l'esercizio anche di attività non tecnologicamente innovative, la cui presenza è tuttavia utile a conferire maggiore concretezza alla fattispecie.

⁽²³⁾ Diversa è l'opinione di OTTOLIA, *Le private industriali nella disciplina delle start up e PMI innovative*, in *Start up e PMI innovative*, Zanichelli, 2020, 137, il quale ritiene che la norma di cui all'art. 25, comma 2, lett. f) del d.l. 179/2012 debba essere interpretata nel senso di consentire che l'attività della *start up* innovativa possa essere limitata anche ad una fase soltanto delle attività indicate. Pur condividendo le conclusioni a cui l'a. arriva, ritengo che la lettera della norma non consenta tale interpretazione. Sono però altresì convinta, come indicato nel testo, che l'innovazione tecnologica possa concernere anche una sola delle fasi in cui deve articolarsi l'attività della *start up*, posto che tali fasi debbano tutte essere presenti.

⁽²⁴⁾ Così si esprimono MALTONI, SPADA, *L'impresa start up innovativa costituita in società a responsabilità limitata*, reperibile sul sito www.cavererespondere.it, 2013, 4 e poi pubblicata su *Riv. not.*, 2013, 1113 e ss.

Il primo requisito concerne la qualità delle spese sostenute nel corso dell'attività di impresa.

In particolare, si richiede che le spese in ricerca e sviluppo sostenute dalla società debbano essere uguali o superiori al 15% del maggior valore tra il costo e il valore totale della produzione, così come risultante dal bilancio di esercizio o, in mancanza di bilancio nel primo anno di vita, da autocertificazione del rappresentante legale.

La norma, isolatamente considerata, non permette di comprendere con certezza se tale rapporto vada mantenuto in ciascuno degli esercizi in cui si vuole beneficiare del regime speciale ovvero se sia sufficiente che esso venga rispettato durante il primo esercizio per poter beneficiare della disciplina incentivante per tutto il quinquennio. In proposito, si sottolinea come il rapporto tra spese in ricerca e sviluppo rispetto al costo o al valore della produzione (maggiore o uguale al 15%) rappresenti una proporzione che ben può variare nel corso degli anni, anche per fattori non imputabili alla società. Inoltre, le spese in ricerca e sviluppo potrebbero essere superiori in un determinato esercizio e inferiori in un altro, in ragione, per esempio, del raggiungimento dei risultati attesi dalla ricerca e dell'avvio della produzione.

Un elemento nel senso di ritenere che il rapporto vada mantenuto in ciascuno degli esercizi in cui si vuole beneficiare del regime speciale si desume dal d.l. 3/2015, il quale con riferimento alle PMI innovative richiede che il rapporto percentuale concernente le spese in R&S debba sussistere ogni anno. L'opportunità di evitare, ove possibile, letture discordanti delle due norme definitorie, in ragione della comune *ratio* ispiratrice, induce a ritenere che anche per le *start up* prevalga un'interpretazione più rigorosa, peraltro necessariamente allineata con le dinamiche di sviluppo di realtà imprenditoriali tipiche di contesti caratterizzati da alta competizione.

Il secondo requisito prevede che almeno un terzo della forza lavoro, calcolato per teste e non in base alla retribuzione percepita, sia costituito da dottori o dottorandi di ricerca o da personale in possesso di laurea e che ha svolto da almeno 3 anni attività di ricerca certificata presso istituti di ricerca pubblici o privati. Va detto che il legislatore — a differenza di quanto stabilito con riferimento alle private — non richiede alcun nesso tra la qualifica dei dipendenti e l'attività svolta dalla società o il suo oggetto sociale, né sembra richiedere che tale personale qualificato debba avere una particolare collocazione all'interno dell'organizzazione aziendale. A fronte della genericità del dato normativo, che richiede espressamente che il rapporto di lavoro con tali soggetti può instaurarsi a *qualsiasi titolo*, sembra difficile proporre un'interpretazione della norma teleologica che

recuperi una correlazione funzionale tra la formazione scientifico-culturale del collaboratore e l'attività svolta dalla società ⁽²⁵⁾.

Infine, la norma richiede che la *start up* innovativa sia titolare o depositaria o licenziataria di un diritto di privativa diretto a tutelare le invenzioni industriali, le invenzioni biotecnologiche, le topografie dei prodotti a semiconduttori, le nuove varietà vegetali oppure titolare di programma per elaboratore originario registrato che siano *direttamente afferenti* al suo oggetto sociale e alla sua attività.

Il legislatore ha evidentemente inteso valorizzare non la disponibilità di una qualsiasi privativa, ma solo di quelle che presuppongono l'esistenza di un'innovazione di carattere tecnologico e che sono dotate di un grado di certezza derivante dal titolo o dall'avvio di un procedimento volto al rilascio di un titolo che ne garantisca l'esistenza.

Alla luce di quanto sopra, ben si comprende quindi l'esclusione dal novero delle privative rilevanti ai fini dell'innovatività della *start up* dei c.d. segreti industriali, per i quali la mancanza di un procedimento formale di costituzione o di deposito renderebbe difficoltosa l'attestazione del titolo. Analoghe osservazioni possono valere anche per le privative derivanti dal diritto d'autore, mentre invece sarebbero da ricomprendersi nell'elencazione tanto i modelli di utilità ⁽²⁶⁾, che si differenziano dalle invenzioni industriali solo per un diverso grado di salto inventivo, che i disegni e modelli industriali, i quali evidenziano strettissime connessioni anche con l'innovazione ad alto valore tecnologico, tanto per i materiali impiegati che le conoscenze utilizzate.

L'elencazione delle privative rilevanti include anche i programmi per elaboratore per i quali sia stato effettuato il deposito presso il registro pubblico per il *Software*. L'inclusione di tale privativa d'autore sembra dovuta con ogni probabilità al fatto che sia possibile in tale ipotesi procedere ad un deposito dotato almeno di valore dichiarativo quanto all'esistenza del programma e della sua titolarità.

La posizione soggettiva in cui deve trovarsi la *start up* innovativa è indenticata dalla normativa nella posizione di titolare, depositario o licenziatario, ponendo evidentemente in successione qualificazioni soggettive diverse tra loro e non cumulabili.

Per quanto riguarda la titolarità della privativa, appare di tutta evidenza come — in assenza di specificazioni — siano ricomprese sia ipotesi in cui la predetta privativa sia attribuibile *ab origine* alla *start up* che ha realizzato direttamente la fattispecie costitutiva del diritto sia i casi in cui

⁽²⁵⁾ Cfr. CIAN, (nt. 15), 413.

⁽²⁶⁾ Si ricorda come ai modelli di utilità *ex art. 86* del Codice della proprietà industriale si applica la medesima disciplina dettata per le invenzioni industriali, in quanto compatibile. Nel senso di ricomprendere nell'elencazione delle privative anche i modelli di utilità si esprime il parere del Mise del 29 ottobre 2015, Prot. 218415.

la privativa sia il risultato di attività di soggetti diversi rispetto alla *start up* e ai suoi soci o i suoi collaboratori. In altri termini, la legge non esclude che i diritti sulle privative industriali e sui programmi per elaboratore siano preesistenti alla costituzione della *start up* e che questa acquisisca la titolarità della privativa a valle di una vicenda di carattere traslativo, diversa naturalmente dalla fusione, scissione, cessione d'azienda o di ramo d'azienda, esplicitamente vietate dall'art. 25 comma 2 lett. g) del decreto Crescita *bis* o fattispecie ad esse riconducibili.

Qualche riflessione in più merita invece il caso in cui la *start up* possa definirsi quale depositario della privativa. Poiché la norma sembra indicare in successione qualifiche soggettive diverse fra loro, il depositario dovrebbe indicare un soggetto diverso tanto dal titolare della privativa che dal licenziatario. Sembrerebbe quindi che il legislatore abbia voluto riferirsi al soggetto che abbia depositato una domanda di brevetto (e che tecnicamente si definisce depositante), volendo ricomprendere anche una fase molto anticipata del procedimento volto al rilascio del brevetto, quale quella di mero deposito di una domanda avente ad oggetto un'innovazione suscettibile di brevettazione ⁽²⁷⁾.

La *start up* potrebbe anche assumere la veste di licenziatario e quindi disporre di un diritto esclusivo sulla base di un contratto di licenza. In mancanza di alcuna specificazione al riguardo, sembrerebbe che la licenza possa essere intesa nel senso più ampio sia dal punto di vista del contenuto (licenza esclusiva e non esclusiva) che quello della qualificazione giuridica.

Nulla viene specificato dalla disciplina circa la sussistenza di limiti territoriali alla titolarità delle privative. Sembra quindi possibile e preferibile un'interpretazione estensiva volta a ricomprendere nell'ambito delle privative rilevanti ai fini della qualifica di *start up* innovative anche privative non italiane, in ragione del fatto che la disponibilità di una privativa o di una domanda avente ad oggetto il rilascio di una privativa sono sintomatici della capacità di innovare della *start up* e in questo senso sarebbe del tutto irrilevante che la privativa venisse rilasciata da un ordinamento piuttosto che da altro. Vieppiù che volendo il legislatore speciale incentivare l'impresa che innova, è evidente che tale innovazione possa trovare nella brevettazione all'estero la propria ragione strategica che non avrebbe senso discriminare. Tale interpretazione sembrerebbe altresì confermata dal fatto che il legislatore abbia modificato la disciplina originariamente prevista espungendo dal testo attualmente in vigore il requisito secondo cui la *start up* innovativa doveva essere una società di diritto italiano avente in Italia la sede dei propri affari ed interessi, in favore del criterio secondo cui la società deve essere solo residente in Italia ai fini delle

(27) Nel senso del testo, v. OTTOLIA, (nt. 21), 137 e ss.

imposte sui redditi o in uno degli Stati dell'Unione Europea, purché abbia in Italia una sede produttiva o una filiale.

Le privative di cui dispone la *start up* devono essere altresì afferenti all'oggetto sociale e all'attività della società. Si tratta di un ulteriore requisito piuttosto incerto. Stante la formulazione della norma, credo che l'afferenza possa essere interpretata sia in senso strumentale che teleologico. Va sottolineato come nel d.l. 179/2012 manchi qualsiasi parametro per la valutazione dell'afferenza della privativa industriale con l'oggetto sociale e l'attività della *start up*, la cui sussistenza è rimessa unicamente ad una attestazione del legale rappresentante mediante la già menzionata autocertificazione attestante il possesso dei requisiti di legge. Ritengo che la sussistenza dell'afferenza in parola debba essere attestata dal legale rappresentante ogni anno per tutto il periodo durante il quale la *start up* è ammessa a beneficiare del regime agevolativo, in ragione del fatto che *durante societate* possono essere assunte dai soci decisioni relative ad operazioni che possono incidere in maniera sostanziale sull'oggetto sociale *ex art. 2479, comma 2, n. 5* (quali per esempio la cessione o l'affitto d'azienda), e che possono di conseguenza allentare il nesso fra il contenuto delle privative e attività delle *start up* fino al punto da far perdere a queste ultime il necessario carattere innovativo.

3. *Le PMI innovative: i requisiti sostanziali e l'oggetto sociale.*

In un contesto economico-imprenditoriale, come quello italiano, caratterizzato, in prevalenza, dalla presenza di imprese di piccole e medie dimensioni che rappresentano la spina dorsale del tessuto economico nazionale, l'estensione della disciplina di favore e di sostegno prevista per le *start up* tecnologicamente innovative anche alle PMI innovative ha rappresentato un'evoluzione logica, da più parti invocata per una politica industriale che attraverso l'innovazione intende promuovere la crescita sostenibile e la diffusione, nell'intero tessuto produttivo, di una nuova cultura imprenditoriale ⁽²⁸⁾.

⁽²⁸⁾ Le imprese di piccole e medie dimensioni hanno un peso estremamente rilevante nell'economia europea, nazionale e locale. L'Italia è senza alcun dubbio tra i Paesi a più alta densità di PMI che impiegano all'incirca il 90% della forza lavoro, ma la presenza di imprese di minore dimensione è un tratto distintivo dell'economia europea rispetto alle altre maggiori economie mondiali. Le imprese minori europee sono state protagoniste di un modello di sviluppo economico opposto rispetto al gigantismo industriale, alla formazione di conglomerati complessi e alle forti concentrazioni di potere economico. Nel contesto europeo, la PMI ha sviluppato una capacità di adattamento alle complessità ambientali crescenti, alle logiche della competizione globale, creando valore economico e occupazione. Nel nostro Paese, le PMI rappresentano un universo variegato e dinamico, fondato sulla pluralità delle formule imprenditoriali e sull'eterogeneità degli approcci strategici e degli stili gestionali. Tali iniziative imprenditoriali sono generalmente fortemente accentrate sul ruolo di *leader* del fondatore

L'estensione della disciplina agevolativa anche alle PMI innovative è avvenuta — come già anticipato — con il d.l. 3/2015 (art. 4 del d.l. 3/2015) ⁽²⁹⁾.

L'ambito di applicazione di tale disciplina copre un'area molto ampia, in ragione del fatto che la categoria delle PMI, che il legislatore identifica tramite il rinvio alla definizione di piccola e media impresa di cui alla Raccomandazione della Commissione europea 2003/361 ⁽³⁰⁾, può raggiun-

o dei fondatori e di una strettissima cerchia di collaboratori non di rado scelti tra i membri della cerchia familiare. Uno dei connotati tipici che caratterizzano le PMI è la tendenza a concepire quella medio/piccola come la dimensione obiettivo ottimale della propria attività.

⁽²⁹⁾ In argomento v. CIAN, *Società start-up innovative e PMI innovative*, in *Giur. comm.*, 2015, I, 969 e ss. e, in particolare, 974; BOLLETTINARI, *Le novità previste dal d.l. 3/2015: l'introduzione delle "piccole e medie imprese innovative" e la modifica della disciplina della startup innovativa*, in *NDS*, 4, 2015, 43 e ss.; CAPRARA, *Innovazione e impresa innovativa*, in *Contr. e impr.*, 2015, 1154; CIRCOLARE ASSONIME, *Le imprese innovative*, in *Riv. not.*, 2016, n. 6.

⁽³⁰⁾ La Raccomandazione 2003/361/CE contiene, come detto, la definizione comunitaria di piccola e media impresa nonché i criteri in base ai quali determinare la dimensione micro, piccola o media delle imprese, ai fini della concessione di politiche di incentivazione e sostegno, di finanziamenti e di agevolazioni alle attività produttive definite dai programmi comunitari, regionali e nazionali, ponendo fine in questo modo alla confusione che in passato è derivata dalla numerosità e dalla diversità delle definizioni adottate dalle legislazioni dei Paesi membri. La presenza di un mercato unico privo di frontiere interne impone, infatti, che le misure di sostegno alle imprese siano regolate da disposizioni comuni ed armonizzate. Solo il ricorso a nozioni uniformi da parte della Commissione europea come pure dei singoli Stati membri (nonché della Banca europea degli investimenti e del Fondo europeo degli investimenti) può rendere più coerenti ed efficaci gli interventi di sostegno alle PMI e, al contempo, limitare i rischi di distorsione della concorrenza. La Raccomandazione distingue le imprese in tre diverse classi: la media impresa, la piccola impresa e la micro impresa. La dimensione delle imprese è definita sulla base di due criteri: uno relativo al numero delle persone occupate (detto anche criterio degli effettivi) e uno di carattere finanziario, relativo al fatturato o, alternativamente, all'attivo di bilancio. L'art. 2 dell'Allegato include nella categoria generale delle PMI le imprese che occupano meno di 250 persone e il cui fatturato non supera i 50 milioni di euro oppure il cui totale di bilancio annuo non eccede i 45 milioni di euro. Una categoria più ristretta è quella delle piccole imprese, che occupano meno di 50 persone e realizzano un fatturato annuo o un totale di bilancio annuo non superiore a 10 milioni di euro. L'ultima categoria è quella delle micro imprese in cui rientrano le imprese che hanno meno di 10 occupati e realizzano un fatturato annuo oppure un totale di bilancio non superiore a 2 milioni di euro. Rientra, pertanto, in una delle predette categorie l'impresa che, oltre a soddisfare il requisito degli occupati, soddisfa anche uno dei due parametri di natura finanziaria (il fatturato o il totale di bilancio), quale che sia l'oggetto dell'attività esercitata nonché la natura giuridica del soggetto titolare dell'impresa. Al fine di evitare che rientrino nella definizione di PMI anche soggetti il cui potere economico sia superiore a quello di una piccola o media impresa in forza di particolari legami con altre imprese, la Raccomandazione comunitaria, all'art. 3 dell'Allegato, calcola la dimensione delle PMI tenendo in considerazione altresì le eventuali relazioni che ciascuna di esse abbia instaurato con altre imprese, distinguendo i casi in cui queste ultime possono considerarsi imprese autonome, associate o collegate. Nel caso in cui l'impresa di cui si deve calcolare la dimensione sia associata ad una o più altre imprese, ai dati degli occupati e del fatturato o dell'attivo patrimoniale dell'impresa stessa si sommano, in proporzione alla percentuale di partecipazione al capitale o di diritti di voto di cui si dispone, i dati di ciascuna impresa associata situata immediatamente a monte o a valle. Nel caso in cui l'impresa che richiede l'agevolazione sia collegata con una o più imprese, ai suoi dati devono essere aggiunti integralmente quelli delle imprese collegate. Sulla nozione di microimprese, v. GIANI, *La rilevanza delle microimprese*, in OLIVIERI-PRESTI, *Cin-*

gere soglie dimensionali molto elevate (fino ad un massimo di 250 dipendenti e il cui fatturato non supera i 50 milioni di euro oppure il cui totale di bilancio annuo non eccede i 43 milioni di euro). Il ventaglio di imprese che ricadono nell'ambito di tale Raccomandazione è pertanto estremamente ampio, potendo andare dalla micro-impresa fino a quella di dimensioni certamente rilevanti.

A quanto sopra, si aggiunga che i requisiti richiesti per le PMI innovative sono numericamente inferiori rispetto a quelli che il d.l. 179/2012 richiede per le *start up* innovative e, certamente, meno rigorosi, in particolare, lo sono quelli che attengono al profilo dell'innovatività che, tra l'altro, non presentano una connotazione tecnologica.

Da quanto sopra, si evince come l'insieme delle PMI innovative sia, o possa essere, molto più ampio del sottoinsieme delle *start up* innovative.

Le PMI innovative che possono accedere alla disciplina agevolativa sono necessariamente società di capitali o società costituite in forma di società cooperativa⁽³¹⁾. Quella delle PMI innovative si configura, al pari di quanto accade con riferimento alle *start up*, quale categoria transtipica, tuttavia, è evidente come le PMI costituite in forma di s.r.l. rappresentino il modello di riferimento ipotizzato dal legislatore speciale in ragione, evidentemente, della sua ampia diffusione nella prassi.

Le PMI innovative possono essere, indifferentemente, società aventi la residenza in Italia, ai sensi dell'art. 73 del Testo unico delle imposte sui redditi, approvato con Decreto del Presidente della Repubblica 22 dicembre 1986, n. 917⁽³²⁾, e successive modificazioni, ovvero in uno degli Stati membri dell'Unione europea o in Stati aderenti all'accordo sullo spazio

quanta sfumature di impresa, Bologna, Il Mulino, 2014; STUMPO, *Osservatorio di diritto comunitario: la definizione di microimpresa e PMI*, in *Dir. prat. soc.*, 2003, 43; BENVENUTO, *La nozione di microimpresa di piccola e di media impresa negli aiuti alle attività produttive*, in *Contr. trib.*, 2005, 2213.

⁽³¹⁾ La qualifica di società innovativa può riguardare esclusivamente società che adottino modelli organizzativi che garantiscano ai soci una responsabilità limitata, e che, in caso di insuccesso dell'iniziativa imprenditoriale, non prevedano riflessi sul patrimonio personale degli stessi; sono escluse le imprese individuali e le imprese esercitate da società di persone (s.n.c. e s.a.s.), le quali, nonostante la loro persistenza e diffusione nell'universo delle piccole imprese, vengono sistematicamente marginalizzate dall'intervento del legislatore nazionale. Più in particolare, l'obiettivo del legislatore, confermato dalla disciplina in materia di società innovative, è quello di indirizzare e sospingere i progetti imprenditoriali di piccole e medie dimensioni verso il modello di società a responsabilità limitata, verso una forma societaria cioè più evoluta, ma nel contempo non troppo costosa in termini di vincoli operativi e di oneri organizzativi, quasi segregando le società personali e le imprese individuali e riservando il modello azionario alle realtà di maggiori dimensioni. In questo senso si vedano CIAN, (nt. 15), 425; MALTONI, SPADA, (nt. 22), 2.

⁽³²⁾ In base all'art. 73 del TUIR si considerano residenti in Italia le società e gli enti che, per la maggior parte del periodo di imposta (183 giorni), hanno nel territorio dello Stato alternativamente: *i*) la sede legale; *ii*) la sede dell'amministrazione; *iii*) l'oggetto principale dell'attività. Tali requisiti sono tra loro alternativi, è quindi sufficiente che ricorra anche solo uno di essi perché il soggetto debba considerarsi fiscalmente residente in Italia.

economico europeo, purché abbiano in tale ipotesi una sede produttiva o una filiale sul territorio italiano ⁽³³⁾.

La disciplina istitutiva delle PMI innovative, oltre ai requisiti sopra indicati, richiede che queste, per potersi iscrivere nella sezione speciale del Registro delle imprese e per poter beneficiare della disciplina agevolativa, debbano produrre la certificazione dell'ultimo bilancio di esercizio e dell'eventuale bilancio consolidato, effettuata da un revisore contabile o da una società di revisione, iscritti nel registro dei revisori contabili, secondo le disposizioni normative in materia.

L'obbligo di richiedere la certificazione del bilancio vale per tutte le società che intendano qualificarsi quali PMI innovative. Viene così introdotta dal legislatore speciale una nuova forma di revisione obbligatoria *ex lege* del bilancio di esercizio che si aggiunge a quelle previste dal codice civile. Le PMI innovative, conseguentemente, sono inserite nell'ambito delle società soggette a certificazione del bilancio, indipendentemente dal modello societario prescelto ⁽³⁴⁾. Per i modelli societari il cui bilancio di esercizio non è soggetto a revisione obbligatoria, quali le s.r.l. e le cooperative, l'obbligo di certificazione sorge solo al momento dell'iscrizione nella sezione speciale. Il requisito richiesto dalla norma è dunque soddisfatto allorché tali società presentino un bilancio revisionato in base ad un incarico che sia stato conferito volontariamente anche successivamente alla sua approvazione, ma necessariamente prima della richiesta di iscrizione ⁽³⁵⁾.

Dall'obbligo di dotarsi della certificazione del bilancio per ottenere l'iscrizione nella sezione speciale del registro delle imprese, se ne deduce

⁽³³⁾ Sono escluse dal novero delle PMI innovative tutte le realtà imprenditoriali che pur rientrando nella nozione di impresa ai sensi della Raccomandazione comunitaria non assumano la forma della società di capitali o cooperativa. La precisazione circa i modelli societari si deve alla legge di conversione. Il d.l. 3/2015 faceva riferimento, infatti, unicamente alla definizione comunitaria di PMI quale delineata dalla Raccomandazione 2003/361/CE che accoglie una nozione molto ampia di impresa, sia per quanto attiene alla tipologia di attività che ai modelli organizzativi per il suo esercizio.

⁽³⁴⁾ La certificazione del bilancio delle PMI innovative deve essere effettuata da un revisore legale o da una società di revisione, anche nel caso in cui queste abbiano optato per l'organo di controllo, e non pare che la stessa possa essere sostituita dalla relazione al bilancio del collegio sindacale, investito anche della funzione di revisione legale, in base alle disposizioni dell'art. 2409-bis comma 3 e art. 2477 c.c.. Le funzioni dell'organo di controllo e del revisore sono infatti profondamente diverse, in ragione del fatto che il controllo esercitato da tali organi presenta finalità diverse. Mentre il collegio sindacale, in base al dettato normativo previsto dall'art. 2403 c.c., vigila sull'osservanza della legge e dello statuto, sul rispetto dei principi di corretta amministrazione ed in particolare sull'adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile adottato dalla società e sul suo concreto funzionamento; il revisore legale dei conti, invece, in base all'art. 14 del d. lgs. 39/2010, esprime con apposita relazione un giudizio sul bilancio di esercizio e sul bilancio consolidato, ove redatto, e verifica nel corso dell'esercizio la regolare tenuta della contabilità sociale e la corretta rilevazione dei fatti di gestione nelle scritture contabili.

⁽³⁵⁾ Così si è espresso il parere del Mise del 3 settembre 2015 n. 155144, in materia di obblighi previsti dall'art. 4 comma 1, lettera b), del d.l. n. 3/2015.

che le PMI innovative devono essere al momento dell'iscrizione società non solo già costituite, ma altresì già operative. Devono, cioè, avere iniziato la propria attività d'impresa da un tempo sufficiente per poter disporre almeno di un bilancio di esercizio regolarmente approvato. Questo significa che le PMI innovative, a differenza di quanto previsto per le *start up*, non possono essere società di nuova costituzione e che l'iscrizione nella sezione speciale dedicata alle PMI innovative non può essere effettuata contemporaneamente all'iscrizione della società nel registro delle imprese, ma deve seguire a questa, potendo intervenire solo dopo che la PMI abbia regolarmente approvato il proprio bilancio di esercizio e questo sia stato certificato dai revisori contabili.

Altro aspetto che merita attenzione è quello relativo al divieto che le PMI innovative abbiano azioni quotate in un mercato regolamentato, introducendo così un requisito di carattere negativo, valido per le PMI innovative che siano costituite in forma di s.p.a. (l'art. 4 comma 1, lett. c).

Nel caso in cui una PMI innovativa abbia deciso di quotare le proprie azioni su di un mercato regolamentato, essa decade dai benefici previsti dal d.l. n. 3/2015. Nulla invece dovrebbe ostare all'iscrizione nella sezione speciale del Registro delle imprese quale PMI innovativa nel caso in cui la quotazione abbia preceduto la richiesta di iscrizione nella sezione speciale e non sia al momento dell'iscrizione più in essere.

La ragione del divieto di quotare le proprie azioni in un mercato regolamentato è con ogni probabilità da rintracciarsi nel fatto che le società quotate hanno generalmente conseguito proprio per effetto della quotazione un tasso di crescita, in termini di fatturato e di utili, superiore rispetto a quello conseguito dalle società che non sono quotate. Esse pertanto non sembrerebbero necessitare degli incentivi, soprattutto a carattere fiscale, previsti dal d.l. 3/2015 e di cui invece hanno bisogno le PMI innovative che vogliano aumentare il proprio tasso di investimenti e occupazione. Se questa è la *ratio* del divieto in questione, non si comprende tuttavia per quale ragione la norma non impedisca altresì che le PMI possano avere titoli diversi dalle azioni (es. obbligazioni di s.p.a.) quotati in mercati regolamentati.

È invece compatibile con la qualifica di PMI innovativa la negoziazione dei titoli, azioni o quote, su sistemi multilaterali di negoziazione o su mercati di crescita ⁽³⁶⁾. Le ragioni di una tale scelta del legislatore vanno rintracciate nella volontà e nella esigenza di incentivare il ricorso al mercato dei capitali per tali società, quale forma di finanziamento e di crescita.

⁽³⁶⁾ La formulazione della disposizione contenuta nel d.l. 3/2015 è diversa da quella corrispondente dettata dal d.l. 179/2012 con riferimento alle *start up* innovative, relativamente alle quali il legislatore è stato netto nell'escludere che tali fattispecie di società potessero avere azioni o quote negoziate su una qualsiasi delle piattaforme di negoziazione.

Il decreto sull'*Investment Compact* richiede, inoltre, quale precondizione all'acquisto della qualifica, che la PMI innovativa non sia iscritta nella sezione speciale del Registro delle imprese dedicata alle *start up* innovative e agli incubatori certificati (art. 4 comma 1, lett. *d*). Si vuole evitare in questo modo che una medesima impresa, che in astratto può soddisfare i requisiti richiesti da entrambe le discipline, possa cumulare i benefici previsti in favore delle *start up* innovative con quelli delle PMI innovative attraverso l'iscrizione in entrambe le sezioni speciali. La norma non preclude invece il passaggio dalla categoria della *start up* innovativa a quella della PMI innovativa, mediante iscrizione alla nuova sezione speciale ad essa dedicata, che anzi sembra essere in qualche modo caldeggiato. Il passaggio è naturalmente condizionato alla presenza dei requisiti di legge richiesti per le PMI innovative e, non essendo automatico, implica la previa cancellazione dalla sezione dedicata alle *start up* richiesta dal legale rappresentante ⁽³⁷⁾.

Tra i requisiti che valgono a qualificare in maniera più specifica i profili di innovatività della PMI, si richiede che questa sia in possesso almeno di due dei seguenti requisiti che vertono: *i*) sulla dimensione delle spese di ricerca e sviluppo; *ii*) sull'impiego di personale qualificato nonché *iii*) sulla disponibilità a vario titolo di alcuni diritti di proprietà industriale.

Si tratta di requisiti che, come evidenziato a proposito delle *start up*, non sono particolarmente rigorosi, essendo di per sé compatibili anche con attività non particolarmente innovative.

Con riferimento al primo requisito, si richiede che il volume di spese in ricerca, sviluppo ed innovazione sia in misura uguale o superiore al 3% della maggiore entità tra costo e valore totale della produzione. Tali valori devono essere tratti dall'ultimo bilancio e descritti nella relativa nota integrativa.

Il secondo requisito previsto si riferisce alle particolari qualifiche di dipendenti e collaboratori ⁽³⁸⁾. La norma prevede che almeno un quinto

⁽³⁷⁾ Le *start up* innovative che hanno superato le soglie temporali previste dal Decreto Crescita *bis* possono accedere alla sezione speciale del Registro delle imprese riservata alle PMI innovative, previa verifica del possesso dei relativi requisiti. L'impresa esercita la richiesta di cancellazione dalla sezione speciale dedicata alle *start up* innovative e, contestualmente, richiede l'iscrizione nella sezione speciale riservata alle PMI innovative mantenendo, in assoluta continuità, i benefici compatibili ai due regimi. Le imprese iscritte nella sezione speciale del Registro dedicata alle PMI innovative transitate in passato per quella delle *start up* innovative sono circa un terzo del totale.

⁽³⁸⁾ Per il Ministero, l'espressione *personale qualificato* utilizzato dal legislatore ricomprende tanto dipendenti che collaboratori a qualsiasi titolo. Tale locuzione consente quindi l'impiego di personale qualificato tanto nella forma del lavoratore dipendente che nelle forme giuridiche contrattuali di collaborazione a vario titolo con la società. Nel caso di soci amministratori, la condizione si considera realizzata solo quando essi risultino anche impiegati nella società, in qualità di soci lavoratori. Non rientra invece in tali ipotesi il caso dell'amministratore che sia solo membro dell'organo gestorio. Cfr. parere del Mise n. 155486 del 4 settembre 2015.

della forza lavoro, calcolato per teste, e non in base alla retribuzione percepita, sia costituito da dottori o dottorandi di ricerca presso Università italiane o straniere o da personale in possesso di laurea e che ha svolto da almeno 3 anni attività di ricerca certificata presso istituti di ricerca pubblici o privati, in Italia o all'estero, ovvero in percentuale uguale o superiore a un terzo della forza lavoro complessiva deve essere costituita da personale in possesso di laurea magistrale.

L'ampia formulazione della norma porta a ritenere ricompresi nella forza lavoro anche i soci che prestino la propria attività lavorativa a favore della società a titolo di conferimento, oppure in forma di apporto quale sottoscrittore di strumenti finanziari partecipativi o, ancora, in forza di un distinto rapporto lavorativo. A fronte della genericità del dato normativo, che richiede espressamente che il rapporto di lavoro con il personale qualificato può instaurarsi a *qualsiasi titolo*, credo che il socio, come pure il dipendente che socio non sia, possano essere impiegati nel processo produttivo come pure nelle mansioni di carattere amministrativo. Non esistono indici testuali che suggeriscano di preferire una correlazione funzionale tra la formazione scientifico-culturale del collaboratore e l'attività svolta dalla società.

Il terzo ed ultimo requisito concerne la disponibilità di una privativa industriale. L'art. 4, comma 1, lett. e), n. 3, richiede che la PMI innovativa sia titolare, depositaria o licenziataria di una privativa industriale diretta a tutelare le invenzioni industriali, le invenzioni biotecnologiche, le topografie dei prodotti a semiconduttori, le nuove varietà vegetali, ovvero sia titolare di un diritto esclusivo sul *software* opportunamente registrato presso il pubblico registro tenuto dalla Siae, purché tale privativa sia direttamente afferente al suo oggetto sociale o alla sua attività⁽³⁹⁾.

L'elencazione delle privative di cui può essere titolare una PMI innovativa è la medesima prevista per le *start up*. Anche con riferimento alle PMI innovative il legislatore esclude dall'elenco di privative qualificanti ai

⁽³⁹⁾ Con riferimento alla situazione giuridica che deve legare l'impresa innovativa alla privativa rilevante si rinvia a quanto scritto nel precedente paragrafo con riferimento alle *start up* innovative, stante l'uniformità di tali situazioni. Dall'entrata in vigore della disciplina in materia di *start up* innovative, il Mise ha adottato una serie di pareri per chiarire alcuni profili controversi relativi alla titolarità di privative industriali delle società innovative. Con il parere n. 218430 del 29 ottobre 2015 il Ministero ha chiarito che il requisito si considera soddisfatto anche quando il soggetto sia titolare di una licenza d'uso su un'invenzione oggetto di deposito ma non ancora brevettata. Con il parere n. 218415 del 29 ottobre 2015, il Ministero ha precisato che per quanto riguarda i diritti di proprietà industriale relativi a programmi per elaboratore, il termine *titolare dei diritti* va inteso nel senso di ricomprendere oltre all'autore del programma anche il soggetto (persona fisica o giuridica) che sia titolare dei diritti esclusivi di sfruttamento economico del *software*. Infine, il Ministero con il parere n. 155486 del 4 settembre 2015 ha escluso che tra le privative in esame possano essere ricompresi i diritti di marchio.

fini dell'ottenimento dei benefici di legge il diritto d'autore ⁽⁴⁰⁾, i segreti industriali, la privativa sui modelli di utilità, sui disegni e modelli industriali.

Valgono quindi anche in questa sede le osservazioni formulate con riferimento alle *start up*. Sembra tuttavia opportuno sottolineare come appaia del tutto incomprensibile la scelta di escludere con riferimento anche alle PMI innovative le privative derivanti dalla registrazione di disegni e i modelli industriali.

Infatti, tale scelta, difficilmente comprensibile già nel contesto normativo in materia di *start up* innovative, lo è ancor meno con riferimento a tali tipologie di imprese innovative per le quali il d.l. 3/2015 non richiede un oggetto sociale avente un alto valore tecnologicamente innovativo. Per le PMI innovative, il legislatore speciale richiede unicamente il carattere dell'innovazione, senza ulteriori qualificazioni, in particolare a contenuto tecnologico; questa pertanto potrebbe anche consistere in un'innovazione che concerne il procedimento produttivo o riguardare esclusivamente la forma innovativa del prodotto.

Sarei quindi orientata a ritenere l'elencazione delle privative di cui la PMI deve essere in possesso quale meramente esemplificativa, contrariamente a quanto affermato dal Mise in una nota del 2018 ⁽⁴¹⁾, e a considerare rilevante, ai fini della sussistenza del requisito dell'innovazione, la sussistenza di un titolo certo e l'afferenza della privativa all'oggetto sociale e all'attività di impresa.

Anche sotto il profilo soggettivo, la disciplina in materia di PMI innovative riprende la precedente dettata per le *start up*. Le relazioni che possono instaurarsi tra tali fattispecie di società e le privative sono le medesime: titolare, depositante e licenziatario.

Va tuttavia precisato che — con riferimento alle PMI innovative — le privative industriali di cui queste sono titolari potrebbero anche essere state acquisite unitamente ad un compendio aziendale o un ramo dello stesso di cui la PMI è divenuta cessionaria o appartenenti originariamente ad altra società con cui la PMI si sia fusa. Infatti, per tali tipologie di

⁽⁴⁰⁾ L'elenco delle privative include solo il diritto d'autore sul *software* che sia stato registrato presso l'Ufficio SIAE. La norma, relativamente alla privativa autorale, introduce una regola di natura eccezionale insuscettibile di essere applicata in via analogica per le altre opere dell'ingegno, spiegabile con la necessità di valorizzare tale tipologia di privativa nei processi innovativi.

⁽⁴¹⁾ Con nota protocollata n. 513 del 2 gennaio 2018, il Mise ha escluso che la privativa di cui ai disegni e ai modelli registrati, di cui agli artt. 31 e ss. del Codice di Proprietà Industriale, possa essere ricompresa tra le privative industriali indicate quale requisito alternativo per l'acquisto della qualifica di PMI innovativa e di *start up* innovativa, poiché non rientra nell'elenco, che il Mise non esita a definire tassativo, stabilito dal legislatore. Si fa presente come nella nota in questione, il Mise si astenga dallo specificare per quale ragione l'elencazione debba considerarsi tassativa. La nota del Mise è disponibile al seguente indirizzo: [Nota_MiSE_2_gennaio_2018_n._513-2.pdf](#)

imprese innovative non è richiamata la disposizione contenuta nell'art. 25 comma 2 lett. g d.l. 179/2012 secondo cui *“la start up non deve essere costituita da fusione, scissione societaria o a seguito di cessione d'azienda o di ramo d'azienda”*.

Il possesso effettivo ed attuale di due tra i tre requisiti previsti dalla normativa dovrà essere attestato dal legale rappresentante. I requisiti attinenti all'innovatività devono essere mantenuti dalla PMI nel tempo nella misura di due di tre, con la finalità di dar vita ad un *“circolo virtuoso che spingerebbe le PMI a investire costantemente in innovazione per mantenere nel tempo i requisiti di innovatività”* ⁽⁴²⁾; e dunque i benefici connessi.

Allo scopo di salvaguardare la duttilità organizzativa dell'impresa, ritengo che la PMI innovativa possa anche mutare nel corso del tempo i requisiti di cui è in possesso, purché questi siano sempre nella misura indicata dal legislatore speciale ⁽⁴³⁾.

4. Start up innovative e PMI innovative: le due fattispecie a confronto.

Sebbene le due tipologie di imprese innovative — *start up* innovative e PMI innovative — condividano la medesima *ratio* e parte della disciplina speciale, dalla lettura delle definizioni e dei requisiti richiesti dalle rispettive discipline istitutive emergono importanti differenze tra le due fattispecie.

La prima differenza, e senza alcun dubbio la più rilevante, è quella che investe la stessa dimensione innovativa. Il legislatore definisce in maniera diversa proprio l'elemento caratteristico dell'innovatività con riferimento alle due categorie di imprese ⁽⁴⁴⁾.

⁽⁴²⁾ Così la Relazione Illustrativa al disegno di legge di conversione del d.l. 3/2015.

⁽⁴³⁾ Il punto è stato affrontato direttamente dal Mise (con il parere n. 222631 del 3 novembre 2015) anche se con riferimento alle *start up* innovative che hanno mutato uno dei requisiti attinenti all'innovatività nel periodo in cui la società risultava iscritta nella sezione speciale del Registro delle imprese, ma il principio può essere senza alcun dubbio esteso anche per la PMI innovativa, tenendo conto naturalmente che quest'ultima deve soddisfare ben due tra i requisiti attinenti alla dimensione innovativa. In proposito, il Mise ha specificato come *“non vi siano limiti alla mutazione dei requisiti...purché risulti verificata continuamente, durante la permanenza nella sezione speciale del registro, la presenza di almeno uno dei tre. Ne consegue che per ragioni di economia amministrativa e soprattutto di tutela della società iscritta nella sezione speciale, la mutazione può avvenire senza necessità di fuoriuscita e rientro nella sezione speciale”*.

⁽⁴⁴⁾ In questo senso CIAN, (nt. 27), 975, il quale sostiene come il disallineamento tra le fattispecie definitorie delle due tipologie di imprese innovative non si collochi solo su di un piano esterno all'elemento caratteristico (l'innovatività), ma coinvolga questo stesso in pieno. L'a. continua altresì sottolineando come sarebbe stato senza alcun dubbio preferibile un approccio più razionale e sistematico al fenomeno da parte dell'ordinamento, caratterizzato

Infatti, ciò che caratterizza la *start up* quale impresa innovativa è la componente tecnologica data dalla compresenza del requisito dell'oggetto sociale, esclusivo o prevalente, che deve consistere nello sviluppo, nella produzione e nella commercializzazione di prodotti o servizi innovativi ad alto valore tecnologico, con uno dei requisiti obbligatori alternativi scelto fra tre (spese in ricerca e sviluppo; coinvolgimento di dipendenti e collaboratori specializzati; disponibilità di una privativa industriale).

Diversamente, nella PMI innovativa manca qualsiasi riferimento alla qualifica tecnologica dell'innovazione. La dimensione innovativa è determinata unicamente dalla presenza di due tra i requisiti obbligatori alternativi sopra indicati, i c.d. indici indiretti dell'innovatività, i quali possono facilmente essere riferiti a forme di innovazione non necessariamente collegate alla tecnologia. Infatti, *i*) gli investimenti in ricerca e sviluppo possono riguardare anche nuove modalità meramente processive o modifiche organizzative tendenti a generare una più efficiente/efficace struttura di costo del prodotto o servizio realizzato dalla PMI; *ii*) la presenza nelle PMI di dipendenti o collaboratori in possesso di titoli di dottorato e/o di laurea magistrale è certamente sintomatico di un innalzamento del potenziale di sviluppo della PMI stessa, ma, nuovamente, non automaticamente correlato ad un ambito meramente tecnologico (si pensi, a mero titolo esemplificativo, ai significativi miglioramenti gestionali possibili grazie all'inserimento in organico di dipendenti e collaboratori particolarmente esperti in campo finanziario). In sintesi, la norma richiede solo che siano laureati o dottori di ricerca, ma non richiede che lo siano in materie di carattere scientifico/tecnico; *iii*) la privativa industriale richiesta potrebbe non avere ad oggetto un'innovazione a carattere tecnologico, ben potendo essa consistere in diritto su un *software* per la gestione dell'anagrafica della clientela ovvero un diritto su disegno o modello industriale avente ad oggetto la forma innovativa di un prodotto industriale.

Alla luce di quanto sopra, sembra di poter sostenere che la PMI innovativa, pur dovendo essere dotata della capacità di sviluppare una qualsiasi attività imprenditoriale innovativa, debba tuttavia ritenersi non vincolata — come invece previsto per le *start up* innovative — dall'alto valore tecnologico dei prodotti o servizi da essa realizzati. Pertanto, il rapporto che lega le due tipologie di imprese innovative non è caratterizzabile in termini di automatica progressione dall'una all'altra solamente in base all'evoluzione temporale o dimensionale dell'impresa.

Considerata la particolare significatività sia in termini di numero di imprese che di impatto sul PIL che possono generare le piccole e medie

per il fatto di definire in maniera uniforme il requisito dell'innovatività e introducendo magari requisiti ulteriori e integrativi per imprese innovative anche oltre la fase dell'incubazione. In questo modo, sempre secondo l'autore, sarebbe stato naturale per le *start up* innovative transitare verso la categoria delle PMI innovative, una volta completata la fase iniziale.

imprese in un contesto imprenditoriale quale quello italiano, pare probabile che il legislatore, visti gli effetti positivi generati sul tessuto economico nazionale dalla disciplina in materia di *start up* innovative⁽⁴⁵⁾, e considerate le condizioni particolarmente critiche del contesto economico e competitivo globale, abbia voluto stimolare la crescita e lo sviluppo di questo segmento di imprese attraverso l'introduzione di una normativa ad esse dedicata, e quindi ritagliata sulle specifiche caratteristiche delle PMI che già erano presenti sul mercato, che estendesse loro gran parte delle misure previste per le *start up* innovative, ma al contempo non fosse limitata ad incentivare solo l'innovazione tecnologica.

La differente formulazione quanto all'indice di innovatività che distingue le due fattispecie di società innovative non è, infatti, né casuale né il frutto (solo) di una semplice trascuratezza del legislatore nella formulazione della norma definitoria in materia di PMI innovative, ma è, al contrario, la risultante della volontà di includere nella disciplina di favore un numero maggiore di imprese, accomunate dal carattere innovativo dell'attività in senso ampio, ma non necessariamente tecnologico.

Per tale ragione, non condivido l'opinione di quella parte della dottrina che propone un'interpretazione uniforme del suddetto requisito per entrambe le fattispecie di società innovative, pur apprezzandone lo sforzo teso a dare coerenza e sistematicità ad un corpo di norme speciali fondato su una logica premiale dell'innovazione.

In questo contesto, è importante notare come la scelta di collegare il requisito dell'innovatività previsto per le *start up* alla presenza di alto valore tecnologico, porta di fatto ad escludere dalla normativa di maggiore favore prevista per tale ultima fattispecie tutte le *start up* che, pur forte-

⁽⁴⁵⁾ Il numero delle *start up* innovative è in costante aumento. Queste, che erano poco più di 2200 nel luglio del 2014, sono circa 13000 alla fine del secondo trimestre del 2021 (dati desunti dal sito <http://startup.registroimprese.it>). La forma giuridica prevalente tra le *start up* innovative è quella della società a responsabilità limitata: quasi l'80% è costituito in questa forma. Un ulteriore 16,9% ha scelto la forma giuridica della s.r.l. semplificata, compresa quella con socio unico e a capitale ridotto, il 2,1% nella forma della società cooperativa e, infine, l'1,1% è nella forma della società per azioni. I dati riportati dal sito del Registro delle imprese fotografano senza alcun dubbio una realtà piuttosto vivace. Diverso è invece al momento il discorso per le PMI innovative, le quali presentano numeri di gran lunga inferiori rispetto alle *start up* innovative. Sempre alla fine del terzo trimestre del 2021 le PMI innovative iscritte nella sezione speciale del Registro delle imprese sono solo 1899 unità. La forma giuridica prevalente è quella della società a responsabilità limitata: quasi il 65,7% delle PMI innovative è costituito in questa forma; un 27% ha scelto la forma giuridica della società per azioni. Le ragioni della ridotta diffusione della disciplina delle PMI innovative sono da attribuire ad una pluralità di fattori, tra cui credo che un ruolo fondamentale sia svolto dall'obbligo di predisporre la certificazione dell'ultimo bilancio anche per società che di regola non sono soggette all'obbligo di certificazione. Obbligo che, secondo quanto riportato nella Relazione annuale al Parlamento sullo stato di attuazione e sull'impatto della *policy* a sostegno delle *start up* innovative e sulle PMI innovative (2017), "si rendeva e si rende necessario nella volontà di fondare sulla trasparenza il rapporto tra erogatore e fruitore di incentivi pubblici", ma che costituisce un onere economico per le PMI di più piccole dimensioni.

mente innovative, si caratterizzano per lo svolgimento di attività non ad alto valore tecnologico.

È importante notare come, da un lato, non solo in Italia, interi settori economici facciano dell'innovazione non meramente tecnologica il fattore distintivo del proprio successo, e dall'altro, che anche tale tipo di innovazione necessita di continui e cospicui investimenti sia in termini di capitale fisico che di capitale umano. Infine, considerato che alla base dello sviluppo di questa tipologia di imprese vi è comunque l'innovazione come principale, se non unico, fattore di distintività, sillogisticamente, se ne deduce che il rischio di impresa per tali soggetti resta comunque molto significativo. Il punto non è di poco conto se solo si considera — per esempio — che una *start up* innovativa non rientrando nella definizione di cui all'art. 25 del d.l. 179/2012 non è esentata dal fallimento e dalle altre procedure concorsuali.

Dal mancato richiamo dell'oggetto sociale obbligatorio previsto per le *start up* innovative, discende un'ulteriore conseguenza quanto all'attività sociale che può svolgere una PMI innovativa.

Mentre infatti il tenore letterale della norma di cui all'art. 25 comma 2 lettera *f*) lascia intendere che per la *start up* innovativa lo studio, la ricerca e la progettazione siano legate fra loro da una progressione logica e rappresentino ciascuna solo una fase in cui si articola l'attività imprenditoriale complessivamente svolta dalle stesse, la mancanza di indici normativi quanto all'attività delle PMI innovative consente di ipotizzare che esse possano esistere ed operare sul mercato senza focalizzarsi obbligatoriamente su tutte e tre le fasi citate nella norma sopra richiamata. Potremmo avere quindi PMI innovative dedicate esclusivamente ad attività di ricerca e sviluppo o alla produzione o alla commercializzazione di beni e servizi come pure ancora ad una combinazione di esse.

Notevoli differenze si registrano anche con riferimento ai requisiti alternativi obbligatori i quali, sebbene siano sostanzialmente simili per PMI e *start up* sotto il profilo del contenuto, si differenziano sensibilmente quanto ad intensità, e si presentano più rigorosi per le *start up* innovative. Per tale tipologia di impresa infatti è maggiore la percentuale delle spese in ricerca e sviluppo sul costo o sul valore totale della produzione, così come maggiore è la percentuale dei dipendenti e dei collaboratori qualificati sul totale della forza lavoro. Sarebbe quindi che alla *start up* innovativa sia richiesto un maggior grado di innovatività, anche se la *start up* è tenuta a rispettare uno solo tra i requisiti obbligatori alternativi, mentre la PMI innovativa ne deve invece soddisfare due contemporaneamente.

Se si guarda ai requisiti alternativi obbligatori in una logica di progressione della società innovativa da *start up* a PMI appare evidente la possibilità di mantenere la qualifica di società innovativa pur a fronte di significative riduzioni sia del livello di investimento che della percentuale di

personale altamente qualificato. In una visione di accompagnamento e sostegno alla crescita delle società innovative, ci si sarebbe aspettati che anche alle PMI venissero richiesti indici di investimento significativi, pur comprendendo che quelli individuati per le *start up* fossero più alti data la dimensione relativa più piccola.

Differente è, altresì, comprensibilmente, l'aspetto dimensionale di tali imprese, che sembrerebbe suggerire, isolatamente considerato, un ideale percorso di crescita dell'impresa innovativa da *start up* a PMI ⁽⁴⁶⁾, anche se però esso viene calcolato secondo diverse modalità. Per la *start up* innovativa si fa riferimento unicamente al valore della produzione del conto economico, il cui valore totale non deve superare il limite dei 5 milioni di euro. Nel caso della PMI innovativa, invece, si fa riferimento a due criteri: uno relativo ai dati economico-patrimoniali (fatturato di 50 milioni di euro o attivo di bilancio di 43 milioni di euro) e l'altro relativo al numero degli occupati (meno di 250 occupati), fissati dall'Unione europea. Senza alcun dubbio, il perimetro dimensionale delle PMI appare più ampio rispetto alle *start up*, anche se bisogna considerare che nel calcolo dimensionale della PMI rientrano anche i dati relativi ad imprese associate e/o collegate.

Un'ulteriore differenza riguarda la dimensione temporale. La qualifica *start up* innovativa ha natura transitoria e termina dopo 5 anni dalla costituzione, con conseguente decadenza dai benefici connessi. La PMI innovativa invece può accedere a tale qualifica in qualunque momento della propria esistenza e la conserva senza alcun limite di tempo, fino a quando la PMI mantenga gli investimenti in ricerca e sviluppo oltre la soglia indicata, il personale qualificato nella percentuale prevista e/o la disponibilità di una privativa industriale afferente direttamente all'attività esercitata. Ne discende una tendenziale maggiore stabilità della disciplina speciale prevista per tali categorie di imprese rispetto alle *start up* innovative, destinata a permanere fino a quando cioè la PMI mantenga i requisiti richiesti dalla legge.

La temporaneità della disciplina prevista per le *start up* non vale però per alcuni profili delle norme di diritto societario. Infatti, mantengono la loro efficacia le clausole inserite nell'atto costitutivo delle *start up* innovative s.r.l. concernenti la creazione di categorie di quote dotate di diritti diversi, prive del diritto di voto ovvero a voto limitato o condizionato, o di strumenti finanziari partecipativi di cui all'art. 26 comma 2, 3 e 7. Anche per la PMI innovativa il venir meno dello *status* deve far cessare l'applicazione della disciplina speciale, in tutte le sue componenti. E anche con riferimento alla PMI innovativa, vale quanto detto a proposito della *start*

⁽⁴⁶⁾ In questo senso, v. CioCCA, *Il finanziamento delle PMI*, in *Start up e PMI innovative: scelte statutarie e finanziamento*, ESI 2019, 129.

up innovativa: mantengono la propria efficacia le modifiche di diritto societario che siano state in essa previste.

Alla luce di quanto sopra esposto, può dunque ritenersi che il rapporto intercorrente tra le due diverse fattispecie di società innovative introdotte nell'ordinamento italiano non sia affatto di progressione naturale, che vede l'impresa innovativa in fase di *start up* muoversi naturalmente verso una fase di maturazione e di crescita, rappresentata dallo *status* di PMI innovativa. Al contrario, le due fattispecie presentano differenza tali, soprattutto per quanto concerne l'elemento caratterizzante, da dar vita a due microcosmi separati, che presentano tuttavia numerosi elementi di contiguità e di vicinanza.

Sarebbe stato certamente preferibile, nonché auspicabile, che il decreto Crescita *bis* e il decreto sull'*Investment Compact* si fossero posti su una logica sequenziale, in cui *start up* innovative e PMI innovative avrebbero dovuto rappresentare “*due stadi evolutivi di un processo di policy con cui si è inteso non solo agevolare la fase di partenza ma anche [...] accelerare il rafforzamento e la crescita dimensionale delle imprese*” caratterizzate da una forte componente di innovazione, anche non tecnologica, come si scrive nella Relazione sullo stato di attuazione della normativa a sostegno delle *start up* e delle PMI innovative del 2017 ⁽⁴⁷⁾.

In questo senso, le previsioni che attribuiscono carattere temporaneo allo *status* di *start up* innovativa e invece carattere definitivo, nei termini in cui si è precisato in precedenza, a quello di PMI innovativa, per esempio, come pure le disposizioni che stabiliscono diversi limiti dimensionali appaiono perfettamente coerenti con una impostazione del rapporto tra le due fattispecie innovative caratterizzato da una crescita sequenziale.

Tuttavia, le differenze sussistenti, e concernenti proprio il requisito dell'innovatività che viene declinato in maniera così diversa, rendono le due fattispecie di società innovative simili, ma non certo sovrapponibili e le diverse misure di incentivazione per essere previste sembrano rispondere anche a logiche parzialmente diverse. Le misure di incentivazione previste per le *start up* innovative rispondono ad una necessità, non più procrastinabile per il nostro Paese, di valorizzazione e stimolo del fenomeno c.d. di nuova imprenditoria tecnologicamente innovativa, tipica di mercati in cui il requisito dell'alto valore tecnologico è imprescindibile.

L'intervento di sostegno alle PMI innovative sembra invece nascere dalla necessità di sostegno delle piccole e medie imprese, con la consapevolezza che tale segmento costituisce la vera e propria spina dorsale del sistema produttivo italiano, ed è quindi per tale ragione che il legislatore

⁽⁴⁷⁾ Così la Relazione presentata dal Ministro Calenda al Parlamento sullo stato di attuazione della normativa a sostegno delle *start up* e delle PMI innovative, Edizione 2017, 82, (in http://www.sviluppoeconomico.gov.it/images/stories/documenti/startup_relazione_annuale_al_2017.pdf).

sposa una definizione di innovazione che non può e non deve essere ristretta al mero requisito di un alto valore tecnologico. Ciò ha comportato per il legislatore la necessità di confrontarsi con una definizione di innovazione estremamente variegata, in grado di riuscire a valorizzare e incentivare allo stesso tempo — tra le altre — innovazione di prodotto, innovazione di processo, innovazione di commercializzazione, non necessariamente presenti contemporaneamente nella stessa impresa.

5. *Il regime pubblicitario speciale delle società innovative*

Per tutte le imprese innovative, siano esse *start up* o PMI, il possesso dei requisiti richiesti rispettivamente dall'art. 25 comma 2 del decreto Crescita *bis* e dall'art. 4 comma 2 d.l. 3/2015 è una condizione necessaria, ma non sufficiente per poter beneficiare del regime agevolativo previsto dai provvedimenti citati; è necessario, infatti, che tali fattispecie societarie ulteriormente si iscrivano nella sezione speciale del Registro delle imprese, appositamente istituita a norma dell'art. 25 comma 8 d.l. 179/2012 per le *start up* e dall'art. 4 comma 2 d.l. 3/2015 per le PMI.

In realtà, solo l'art. 25 comma 8 d.l. 179/2012 con riferimento alle *start up* innovative ha cura di precisare che l'iscrizione presso la sezione speciale del Registro delle imprese è presupposto necessario per usufruire della disciplina di favore. Per le PMI invece, l'art. 4 comma 2 d.l. 3/2015, pur istituendo, con una formula sostanzialmente identica, un regime pubblicitario speciale del tutto corrispondente a quello previsto per le *start up* innovative, omette di ricollegare esplicitamente i benefici di legge all'iscrizione nella sezione speciale. Tuttavia, non sembra revocabile in dubbio che anche il sistema promozionale costruito per le PMI innovative sia subordinato all'iscrizione nella sezione speciale del Registro e che la medesima regola possa essere applicata anche alle PMI innovative.

Infatti, per entrambe le categorie di imprese innovative l'attivazione dello statuto speciale concerne anche profili con una evidente valenza esterna (si pensi alla struttura finanziaria paraazionaria a cui può dare vita la s.r.l. innovativa, all'allentamento dei vincoli sul capitale, all'emissione di strumenti finanziari partecipativi) così da rendere necessaria l'esteriorizzazione del relativo presupposto, nel rispetto dei principi pubblicitari che presiedono alla regolazione delle società di capitali.

La differente formulazione delle due disposizioni sembra quindi dovuta più ad imprecisioni del legislatore speciale e all'assenza di qualsivoglia lavoro di sistematizzazione che non ad una autentica volontà di disallineamento tra l'istituto delle PMI e quello delle *start up* innovative.

L'iscrizione nella sezione speciale viene disposta per entrambe le fattispecie di imprese innovative in aggiunta a quella prevista dalla disci-

plina ordinaria, ma non in sostituzione di essa; viene cioè prevista come una seconda iscrizione, autonoma e distinta, anche sotto il profilo temporale. Questa seconda iscrizione si configura non come un obbligo, ma come un onere dal cui assolvimento dipende principalmente la possibilità di poter usufruire di una disciplina speciale agevolata.

Si tratta dunque di una seconda iscrizione che assume principalmente una funzione costitutiva rispetto all'accesso al regime agevolato previsto dai decreti *Crescita bis* e *Investment Compact* e che ha, al tempo stesso, lo scopo di rendere trasparenti al mercato dei potenziali investitori una serie di elementi informativi che caratterizzano le imprese innovative ⁽⁴⁸⁾.

L'iscrizione in ciascuna delle sezioni speciali avviene a seguito della presentazione della domanda di iscrizione presso l'Ufficio del Registro territorialmente competente, unitamente ad una apposita certificazione rilasciata dal legale rappresentante della società, attestante il possesso dei requisiti richiesti dalla legge che identificano la società come una *start up* innovativa, o come una PMI innovativa ⁽⁴⁹⁾. L'iscrizione nella sezione speciale, una volta ricevuta la domanda, consegue automaticamente, da parte dell'Ufficio del Registro.

L'automatismo dell'iscrizione è, in realtà, indicato — anche in questo caso — solo dall'art. 25 comma 12 del d.l. 179/2012, mentre, invece, non è riproposto per le PMI innovative dal d.l. 3/2015, ma anche in tale ipotesi sarei per un'estensione della regola alle PMI innovative. Ancora una volta la differente formulazione sembra essere l'ennesima disattenzione del legislatore, né potrebbe del resto essere diversamente dal momento che il

⁽⁴⁸⁾ La pubblicità nella sezione speciale del Registro delle imprese non svolge alcuna funzione di pubblicità (neppure di pubblicità notizia), dal momento che tale funzione è già stata realizzata con la precedente iscrizione nella sezione ordinaria. Tenendo presente che la funzione del Registro delle imprese è meramente informativa, anche se con effetti diversi a seconda che essa produca o meno la conoscenza legale, viene da chiedersi se sia davvero opportuno affidare a tale strumento una funzione che è ad esso impropria, consistente nel censire i soggetti che possono usufruire della disciplina speciale. Il dubbio sorge alla luce della considerazione che in passato il legislatore ha scelto strumenti censuari anche con finalità costitutive ai fini delle agevolazioni che nulla hanno a che vedere con il Registro delle imprese, quali l'Albo delle imprese artigiane *ex art. 5 della l. 443/1985* e, in tempi più recenti, l'Anagrafe delle Onlus istituita presso il Ministero dell'Economia.

⁽⁴⁹⁾ La dichiarazione attestante il mantenimento dei requisiti necessari per rivestire la qualifica di *start up* innovativa o PMI innovativa deve essere depositata presso il Registro delle imprese entro 30 giorni dall'approvazione del bilancio di esercizio e, comunque, entro 6 mesi dalla chiusura dell'esercizio a norma degli artt. 4, comma 6, d.l. 3/2015 e art. 25, comma 15, d.l. 179/2012. Nel caso in cui la società approvi il bilancio non entro il termine ordinario di 120 giorni, ma di 180 giorni, ai sensi dell'art. 2364, comma 2, c.c., il Ministero dello sviluppo economico ha avuto cura di precisare con riferimento alle *start up* innovative, ma vista l'identità di disciplina, il principio è valido anche per le PMI innovative, che "*l'attestazione del mantenimento dei requisiti non può prescindere dalla presenza di un bilancio regolarmente approvato*", con la conseguenza che il deposito delle attestazioni del mantenimento dei requisiti deve essere effettuato comunque entro 30 giorni dall'approvazione del bilancio anche quando questo sia approvato nel termine di 180 giorni dalla chiusura dell'esercizio (parere del Mise n. 161868 dell'11 settembre 2015).

conservatore del Registro delle imprese non ha la competenza per poter procedere ad indagini dirette a verificare la presenza effettiva di tutti i requisiti richiesti per poter beneficiare della disciplina agevolata ⁽⁵⁰⁾.

Il fatto che l'attestazione circa la presenza dei requisiti richiesti dalla normativa sia affidata al legale rappresentante della società stessa, cioè ad un soggetto privato, privo non solo di qualsiasi requisito di professionalità, ma, soprattutto, di autonomia e indipendenza, suscita non poche perplessità.

Infatti, generalmente, l'intervento dell'autonomia privata è subordinato al possesso dei requisiti di professionalità, autonomia e indipendenza in capo al soggetto tenuto a controllare, attestare, asseverare, etc. e con l'assunzione, in capo a quest'ultimo, di un ruolo di pubblico ufficiale, o, alternativamente, con l'accettazione di un sistema di responsabilità severo, ed esteso anche all'ambito penale ⁽⁵¹⁾.

Vista l'incertezza che circonda alcuni dei requisiti richiesti dall'art. 25 del d.l. 179/2012 e dall'art. 4 del d.l. 3/2015, e la conseguente discrezionalità nella valutazione degli stessi, può ben accadere che una società si iscriva pur essendo in concreto priva dei requisiti necessari.

Ferma restando la cancellabilità della società dalla sezione speciale e la sottrazione, per il futuro, alla specifica disciplina, sarà certamente configurabile una responsabilità in capo agli amministratori che hanno presentato la domanda di iscrizione in assenza dei requisiti e l'hanno mantenuta successivamente. Ci si chiede, tuttavia, se tale contrappeso possa dirsi effettivamente adeguato, per quanto concerne le deroghe al diritto societario, inserite in statuto e sulle quali i terzi potrebbero aver fatto affidamento senza colpa. In altri termini, se un eventuale accesso a vantaggi sul

⁽⁵⁰⁾ L'autocertificazione richiesta rappresenta la presa d'atto che alcuni elementi del tipo, in particolare il carattere innovativo ad alto valore tecnologico del bene o servizio prodotto dalla società, sono suscettibili di verifica meramente formale da parte dell'Ufficio e che pertanto essi devono restare affidati alla responsabilità anche penale del dichiarante. In proposito, con il parere del 29 settembre 2014 (prot. 169135) il Mise ha precisato che "non appare rimessa, dalla disciplina in esame, alla competenza dell'ufficio del registro delle imprese [...], la valutazione del merito delle dichiarazioni presentate dalle aspiranti *start up* innovative [...] ma solo la verifica della regolarità formale della documentazione presentata". Tale orientamento è stato confermato altresì dal Tribunale di Torino del 10 febbraio 2017, in *B.b.t.c.*, I, 2018, 64 con nota di CORSO, la quale afferma come l'Ufficio del Registro delle imprese non abbia al proprio interno le professionalità necessarie per compiere una valutazione accurata dell'attività indicata nell'oggetto sociale e che in ogni caso tale istruttoria non è prevista dalla legge. Inoltre, il Tribunale ha aggiunto che lo stesso principio dell'autocertificazione del legale rappresentante contraddice l'idea di un controllo nel merito da parte della Camera di Commercio. Giova sottolineare che il Mise, con il parere del 31 maggio 2015 (prot. 80747), ha parzialmente riconsiderato la posizione espressa in precedenza, sostenendo che qualora al momento dell'iscrizione nella sezione speciale del registro delle imprese, la Camera di Commercio verifichi situazioni di totale scostamento del profilo formale da quello sostanziali, si deve ritenere prevalente l'aspetto sostanziale su quello meramente dichiarativo.

⁽⁵¹⁾ In questo senso si è espresso BENAZZO, (nt. 17), 114, secondo il quale il legislatore speciale ha introdotto la c.d. "*privatizzazione dei sistemi di controllo anche di interesse pubblico*".

piano fiscale, laburistico o fallimentare, indebitamente fruito in ragione di un'autocertificazione erroneamente prodotta dal legale rappresentante, ben potrebbe trovare un ragionevole contrappeso nei tipici rimedi risarcitori o restitutori operanti nei settori interessati, ci si chiede se lo stesso valga per il caso in cui le società innovative in forma di s.r.l. abbiano deciso di inserire stabilmente in statuto le regole derogatorie del diritto societario, inducendo così i terzi a fare affidamento e a decidere di investire risorse personali nella società medesima (si pensi ad esempio all'ipotesi di emissione di strumenti finanziari partecipativi convertibili) ⁽⁵²⁾.

Per poter beneficiare della disciplina agevolativa prevista per le imprese innovative, è altresì necessario che queste ultime mantengano nel tempo i requisiti di legge. Le PMI innovative, che possono beneficiare dello statuto normativo riservato per un periodo di tempo illimitato, dovranno possedere i requisiti di legge continuativamente nel tempo e questi dovranno essere attestati ogni anno dal legale rappresentante dalla società; le *start up* innovative invece possono beneficiare della disciplina speciale solo per un periodo di tempo limitato, cioè per un quinquennio dalla loro costituzione, e la dichiarazione attestante il rispetto dei relativi requisiti va presentata solo per il suddetto quinquennio, secondo un *iter* comune ad entrambe le tipologie di imprese innovative ⁽⁵³⁾.

Il venir meno dei requisiti e, limitatamente alla *start up* innovativa anche il decorso dei cinque anni dalla data di costituzione, comportano la cancellazione d'ufficio dalla sezione speciale della società, la quale rimane comunque iscritta nella sezione ordinaria del Registro delle imprese, e la cessazione dell'applicazione dello statuto normativo riservato. Tale principio viene sancito esplicitamente dall'art. 31 comma 4 del d.l. 179/2012 per le *start up*. Giova precisare tuttavia che il suddetto principio della provvisorietà dello statuto speciale di cui all'art. 31 comma 4 del d.l. 179/2012 non è richiamato in materia di PMI innovative, né dall'art. 4 comma 9 né da altra disposizione del d.l. 3/2015 ⁽⁵⁴⁾.

⁽⁵²⁾ Il punto è segnalato da BENAZZO, (nt. 17), 114.

⁽⁵³⁾ Il Decreto Semplificazioni 2019 (d.l. 14 dicembre 2018, n. 135, convertito con modificazioni dalla legge 11 febbraio 2019, n. 12) ha modificato il testo dell'art. 25 del d.l. 179/2012 eliminando l'obbligo dell'aggiornamento semestrale delle informazioni inserite in fase di iscrizione in sezione speciale e sostituendolo con un termine annuale, dettagliato dal nuovo comma 15 (la presentazione delle informazioni va effettuata entro 30 giorni dall'approvazione del bilancio e comunque entro sei mesi dalla chiusura di ciascun esercizio, fatta salva l'ipotesi del maggior termine nei limiti e alle condizioni previsti dal secondo comma dell'articolo 2364 del codice civile, nel qual caso l'adempimento è effettuato entro sette mesi).

⁽⁵⁴⁾ L'art. 4, comma 9, del d.l. 3/2015 nel richiamare le norme dettate in materia di *start up* innovative applicabili anche alle PMI innovative omette qualsiasi riferimento all'art. 31 del d.l. 179/2012 in ragione del fatto che il legislatore speciale non ha voluto estendere alle PMI l'esonero dalle procedure concorsuali. L'art. 31 citato contiene però numerose altre disposizioni, come appunto quella della provvisorietà dello statuto speciale (comma 4) che invece devono essere applicate anche alle PMI innovative per le ragioni espresse nel testo.

Il mancato richiamo del suddetto principio per le PMI innovative potrebbe portare a ritenere che per tali tipologie di imprese innovative la disciplina speciale sia applicabile una volta per tutte e senza limiti temporali, qualora le PMI innovative avessero soddisfatto anche per un solo anno i requisiti di legge. Sembra, tuttavia, preferibile una diversa interpretazione, in ragione del fatto che la *ratio* delle due discipline è proprio quella di promuovere l'innovazione imprenditoriale attraverso il riconoscimento di privilegi di varia natura. Al venir meno dei requisiti di legge, deve necessariamente fare da contrappeso la cessazione dello statuto normativo riservato per entrambe le tipologie di imprese innovative.

Il mancato richiamo del principio della provvisorietà dello statuto speciale anche per le PMI non impedisce di ritenerlo applicabile in via analogica; esso pare dovuto, ancor una volta, ad una tecnica legislativa frettolosa e poco meditata.

In caso di cancellazione d'ufficio dalla sezione speciale delle imprese innovative per mancanza — sopravvenuta come pure originaria — dei presupposti di legge, la società rimane iscritta nella sezione ordinaria come una qualsiasi altra società di capitali.

Per il futuro, viene meno la connotazione di impresa innovativa, e dunque la possibilità di continuare a beneficiare della disciplina di favore. Occorre capire come vadano disciplinate le operazioni compiute da tali società in costanza di iscrizione e sulla base di presupposti in realtà inesistenti.

La risposta non può essere univoca. Vi sono benefici che possono essere cancellati con efficacia retroattiva, come per esempio i benefici fiscali. I privilegi di diritto societario, invece, necessitano di un trattamento diverso.

Mantengono la loro efficacia le clausole inserite nell'atto costitutivo delle società innovative in forma di società a responsabilità limitata concernenti la creazione di quote dotate di diritti diversi, prive del diritto di voto ovvero a voto limitato o condizionato, o l'emissione di strumenti finanziari partecipativi, magari convertibili, di cui all'art. 26 commi 2, 3 7 e art. 4 comma 9. Certo, in conseguenza di ciò si finirebbe per avere società in forma di s.r.l. non più iscritte nella sezione speciale, ma pur sempre dotata di *i*) categorie di quote con diritti particolari; *ii*) categorie di quote con diritto di voto differenziato in *minus* quanto in *maius*; *iii*) strumenti finanziari partecipativi. Continuerebbero inoltre a vivere società a responsabilità limitata in cui potrebbe aver fatto ingresso il pubblico risparmio, sollecitato tramite un'offerta di prodotti finanziari.

Tale soluzione, anche a seguito delle modifiche apportate dal d.l. n. 50/2017, e dunque alla luce della possibilità che tutte le piccole e medie imprese in forma di s.r.l. possano introdurre tali modifiche nello statuto, sembra mantenere una propria coerenza sistematica.

La cancellazione dalla sezione speciale del Registro delle imprese opererebbe solo per il futuro. La disciplina in materia di riduzione del capitale sociale tornerebbe ad essere quella ordinaria e nel caso di crisi dell'impresa si applicherebbero le procedure concorsuali vigenti.

Non vi è dubbio però che le operazioni consentite dallo statuto speciale non si esauriscono in un singolo momento. Nella generalità dei casi, infatti, il regime agevolativo legittima la realizzazione di un processo che si articola in un lasso di tempo più ampio. Basti pensare alla disciplina applicabile nel caso in cui si sia verificata una perdita superiore al terzo del capitale. Ci si chiede quindi che cosa accada nell'eventualità in cui tali società perdano la qualifica di società innovative prima che l'*iter* sia venuto ad esaurimento.

A mio parere, la risposta più logica dovrebbe essere quella di ritenere che il regime speciale non debba venire meno per il fatto che la società abbia cambiato il proprio *status*, ma per contro debba trovare applicazione fino all'esaurimento della singola fattispecie. Ciò in ragione del fatto che la disciplina applicabile si fissa nel momento in cui nasce la fattispecie regolata dal regime speciale⁽⁵⁵⁾. Così, rimanendo all'esempio di cui sopra, nel caso in cui la perdita si sia manifestata quando la società era una *start up*, il regime applicabile dovrà essere quello previsto dall'art. 26 del d.l. 179/2012.

Si fa presente tuttavia come la cancellazione dalla sezione speciale del Registro delle imprese in seguito alla perdita dei requisiti richiesti alle società innovative, con riferimento ai privilegi di diritto societario, in realtà abbia perso gran parte della sua rilevanza per effetto dell'entrata in vigore del d.l. 50/2017. Come detto nel capitolo precedente, il decreto da ultimo citato estende a tutte le PMI in forma di s.r.l. gran parte delle disposizioni in materia di assetti finanziari previste in origine solo per le società innovative⁽⁵⁶⁾.

Da quanto sopra discende che le società innovative cancellate dalla sezione speciale perché i requisiti richiesti sono venuti meno potranno continuare ad emettere categorie speciali e standardizzate di quote, offrirle

⁽⁵⁵⁾ Così Circolare Assonime n. 11/2013, *L'impresa start up innovativa*, pubblicata in *Riv. soc.*, 2013, 815.

⁽⁵⁶⁾ Nel tentativo di dare un impulso all'intero sistema economico italiano, incentrato sulla presenza di piccole e medie imprese, tradizionalmente molto legate al sistema bancario come unico o principale canale di finanziamento, il legislatore ha esteso a tutte le PMI in forma di s.r.l. quelle deroghe al diritto societario, originariamente previste solo a favore delle imprese innovative a r.l., volte a consentire il ricorso al mercato del capitale di rischio. In argomento vale la pena ricordare come la nozione di PMI s.r.l. utilizzata dal d.l. 50/2017 non sembra coincidere con quella di PMI utilizzata invece dal d.l. 3/2015. Esistono infatti sia nell'ordinamento europeo che in quello nazionale una pluralità di definizioni di piccole e medie imprese, non del tutto coincidenti, per una riconducibilità delle PMI s.r.l. alla nozione delineata dal reg. 2017/1129/UE v. RINALDO, *La multififormità delle s.r.l.*, in *Riv. soc.*, 2020, 1521.

al pubblico dei risparmiatori e effettuare operazioni sulle proprie quote, purché naturalmente si tratti di s.r.l. PMI ⁽⁵⁷⁾.

Come detto in precedenza, le società innovative che vengano cancellate dalla sezione speciale perché i requisiti richiesti dalla legge siano venuti meno continuano ad essere iscritte nella sezione ordinaria. La permanenza nella sezione ordinaria in caso di cancellazione è prevista dalla normativa primaria all'art. 25 comma 16 del d.l. 179/2012 e all'art. 4 comma 7 del d.l. 3/2015, i quali, con una formulazione analoga, hanno cura di precisare che, in caso di perdita dei requisiti, le *start up* innovative e le PMI innovative sono cancellate d'ufficio dalla sezione speciale del Registro delle imprese, ma rimangono iscritte nella sezione ordinaria dello stesso ⁽⁵⁸⁾.

La regola secondo cui le società innovative permangono iscritte nella sezione ordinaria del Registro delle imprese nel caso in cui vengano meno i requisiti previsti per la qualifica di *start up* innovativa e di PMI innovativa è condivisibile e perfettamente coerente in un sistema in cui tutte le società di capitali si costituiscono per atto pubblico.

La medesima regola aveva suscitato invece non poche perplessità con riferimento alle *start up* innovative costituite in forma di s.r.l. senza l'atto pubblico, con scrittura privata elettronica non autenticata, ai sensi dell'art. 4, comma 10 *bis*, del d.l. 3/2015 e del successivo decreto ministeriale 17 febbraio 2016 ⁽⁵⁹⁾. In tale ipotesi, infatti, la *start up* innovativa a r.l. avrebbe potuto iscriversi nella sezione ordinaria del Registro delle imprese previo controllo da parte solo dell'Ufficio del Registro delle imprese, controllo limitato nel contenuto e circoscritto a profili di carattere meramente formale rispetto a quello esercitato dal notaio, e laddove fossero venuti meno i requisiti i requisiti per la qualifica di *start up* innovativa, questa avrebbe potuto rimanere iscritta nella sezione ordinaria di fatto sottraendosi, magari anche in modo opportunistico ed intenzionale, al

⁽⁵⁷⁾ Le originarie previsioni contenute nel codice civile continuano a trovare applicazione con riferimento alle società a responsabilità limitata che superano le soglie indicate nella definizione europea di piccola e media impresa di cui alla Raccomandazione 2003/361/CE. Si vengono così a delineare due categorie di società a responsabilità limitata: quelle che rientrano nei parametri dimensionali europei e quelle invece che tali parametri superano. L'effetto paradossale prodotto dalle recenti riforme è che le s.r.l. di maggiori dimensioni restano escluse dalla possibilità di aprirsi alla raccolta di capitale di rischio.

⁽⁵⁸⁾ L'art. 4 del d.m. del 17 febbraio 2016 conferma quanto stabilito nell'art. 25 comma 16 del d.l. 179/2012 affermando per la *start up* innovativa il mantenimento dell'iscrizione nella sezione ordinaria in caso di cancellazione dalla sezione speciale per motivi sopravvenuti.

⁽⁵⁹⁾ L'art. 4, comma 10-*bis*, del d.l. 3/2015 ha stabilito che al solo fine di favorire l'avvio di attività imprenditoriale, "l'atto costitutivo e le successive modificazioni di *start up* innovative sono redatti per atto pubblico ovvero per atto sottoscritto con le modalità previste dall'art. 24 del codice dell'amministrazione digitale". Tale disposizione rende facoltativa la forma dell'atto pubblico e consente così facendo di sottrarre all'unico controllo preventivo previsto dal nostro ordinamento che è appunto quello svolto dal notaio in sede di redazione dell'atto costitutivo in forma pubblica.

controllo preventivo rappresentato dal controllo pubblico ⁽⁶⁰⁾. Basti pensare che alcuni tra i requisiti di legge richiesti per la *start up* possono venire meno per volontà dei soci, come nel caso della deliberazione di distribuzione degli utili entro il quinquennio, ovvero nel caso di diminuzione delle spese in ricerca e sviluppo.

Sul punto si sono pronunciati i giudici amministrativi con due importanti sentenze.

Con la sentenza del 2 ottobre 2017, n. 10004 ⁽⁶¹⁾, il Tar del Lazio ha ritenuto illegittimo l'inciso dell'art. 4, comma 1, del d.m. 17 febbraio 2016, nella parte in cui consente alla *start up* innovativa costituita con modalità alternative rispetto all'atto pubblico che sia stata cancellata dalla sezione speciale di restare iscritta nella sezione ordinaria senza modificare o ripetere l'atto.

Nella decisione si afferma che, per ragioni di ordine sistematico, l'art. 25, comma 16, del d.l. 179/2012 deve essere letto nel senso che l'iscrizione nella sezione ordinaria possa permanere solo se la società possieda i requisiti di forma e di sostanza di una comune società a r.l., in ossequio al generale principio di conservazione degli atti giuridici, non invece se priva del requisito della costituzione per atto pubblico.

La regola secondo la quale la *start up* innovativa che perda i requisiti per l'iscrizione nella sezione speciale rimane iscritta nella sezione ordinaria vale, secondo i giudici, solo con riferimento a quelle *start up* che si siano costituite secondo le modalità tradizionali. Al contrario, ove tale società sia stata costituita senza l'atto pubblico occorrerebbe, ai fini della permanenza nella sezione ordinaria, una modifica dell'atto costitutivo o una ripetizione dello stesso, entrambe nella forma prescritta dal codice civile.

La successiva sentenza del Consiglio di Stato del 29 marzo 2021, n. 2443 ha assunto una posizione ancora più radicale, affermando l'illegittimità dell'intero d.m. 17 dicembre 2016 recante "*modalità di redazione degli atti costitutivi di società a responsabilità limitata startup innovative*", perché in contrasto con l'art. 11 della Direttiva 2009/101/CE, che stabilisce che "*in tutti gli Stati membri la cui legislazione non preveda, all'atto della costituzione, un controllo preventivo, amministrativo o giudiziario, l'atto costitutivo e lo statuto della società e le loro modifiche devono rivestire la forma di atto pubblico*".

Il Consiglio di Stato ha ritenuto non conforme alla disciplina europea il decreto ministeriale in quanto, in ragione delle prerogative spettanti *ex lege* al Conservatore del Registro delle imprese, l'accertamento da questi

⁽⁶⁰⁾ Nel senso del testo v. IBBA, *Forma e pubblicità nella costituzione delle start up innovative*, in *Start up e PMI innovative: scelte statutarie e finanziamento*, Napoli, 2019, 11.

⁽⁶¹⁾ È la sentenza resa dal Tar del Lazio, sezione III ter, del 2 ottobre 2017, n. 10004.

svolto prima di procedere all'iscrizione non può che essere di natura meramente formale.

Il giudice amministrativo ha censurato, in particolare, l'art. 2 co. 2 del d.m. 17 dicembre 2016 ritenendo che lo stesso abbia illegittimamente ampliato l'ambito dei controlli dell'Ufficio del Registro dell'Imprese, senza un'adeguata copertura legislativa che autorizzasse tale innovazione. L'art. 11, comma 6, del d.P.R. 581/1995 prevede infatti che agli Uffici del registro sia riconosciuto un solo potere di controllo formale, rendendo così illegittime le disposizioni su richiamate, le quali richiederebbero di svolgere verifiche che andrebbero al di là di un controllo meramente formale.

Sullo specifico aspetto dell'iscrizione nella sezione ordinaria, il Consiglio di Stato ha confermato quanto detto in precedenza dal Tar e ribadisce come in assenza di un'idonea copertura legislativa sul punto, l'iscrizione alla sezione ordinaria può permanere solo se la società possieda i requisiti di forma e di sostanza di una comune s.r.l., solo cioè se la società si sia costituita con atto pubblico, in modo da escludere in radice fenomeni di possibile aggiramento della normativa sulla costituzione delle s.r.l.

CAPITOLO III

GLI INVESTITORI IN CAPITALE DI RISCHIO PER LE SOCIETÀ INNOVATIVE A R.L.

SOMMARIO: 1. Le società innovative e l'investimento in capitale di rischio. — 2. Gli incubatori certificati di *start up* innovative. — 3. L'investimento degli investitori professionali nel capitale di rischio delle società innovative. — 4. L'*equity based crowdfunding*: un nuovo modello di finanziamento. — 5. (*segue*) Le quote delle società innovative e la disciplina del mercato secondario.

1. *Le società innovative e l'investimento in capitale di rischio.*

La disciplina di sostegno alla nascita e allo sviluppo dimensionale delle società innovative si realizza soprattutto mediante il ricorso all'investimento in capitale di rischio da parte di una pluralità di tipologie diverse di investitori. Ciò comporta per le società innovative che abbiano scelto di costituirsi in forma di s.r.l., come più volte sottolineato in questo lavoro, un deciso cambio di paradigma, diventando anche la s.r.l., come la s.p.a., un tipo societario adatto a raccogliere apporti da parte di plurime categorie di investitori.

A tale scopo, la disciplina speciale si muove su due direttrici complementari. Essa, innanzitutto, nell'ottica di incentivare la crescita dimensionale e dunque la competitività sul mercato di tali imprese, prevede soggetti e regole volti a facilitare il ricorso ad una molteplicità di forme di finanziamento in capitale proprio che idealmente accompagna le società innovative sin dalla loro costituzione fino all'auspicato approdo al mercato.

Al contempo, per intercettare al meglio le aspettative degli investitori, procede ad una modernizzazione del diritto societario, consentendo anche alle s.r.l. innovative di emettere quote serializzate ed oggettivizzate (fornite di diritti diversi ed idonee ad essere scambiati sul mercato dei capitali) e strumenti finanziari partecipativi, eventualmente convertibili.

Tali interventi sono stati pensati per le società innovative, che sono realtà diverse, a parità di dimensioni e di fase del ciclo di vita, dalle altre imprese con modelli di *business* più tradizionali per l'impiego di conoscenze scientifiche e/o tecnologiche che rappresentano la fonte principale del loro vantaggio competitivo sul mercato.

La differenza tra tali imprese si riflette anche, da un lato, sulla ideale ed appropriata struttura finanziaria a cui esse tendono e, dall'altro, sulla possibilità di risultare "comprensibili" ed "appetibili" per i diversi finanziatori e in particolar modo per gli attori che costituiscono la platea dei fornitori di capitale di debito.

In questo senso, è importante considerare come, a prescindere dal livello di innovatività che le caratterizza, le PMI e le *start up* innovative siano entità di più difficile comprensione e valutazione soprattutto per i fornitori di capitale di debito rispetto ad imprese di dimensioni più ampie e con modelli di *business* più consolidati. Intrinsecamente, questo determina un alto livello di alea per i finanziatori.

Le PMI e le *start up* innovative presentano, infatti, un maggiore livello di rischio, legato a: *i*) potenziali di crescita di complessa valutazione, derivanti da conoscenze scientifiche e proprietà intellettuale; *ii*) offerta di prodotto/servizio non testata dal mercato, con un limitato storico di vendita e caratterizzata da un alto tasso di obsolescenza; *iii*) spesso accompagnati dalla mancanza di *asset* fisici che possano essere posti a garanzia dell'investimento ⁽¹⁾.

Come è facile comprendere, dalle caratteristiche sopra descritte intrinseche al modello di impresa innovativa deriva un livello di maggiore difficoltà nell'accesso ai capitali, soprattutto, ma non solo, in contesti economici, come quello italiano, nei quali la fonte primaria di finanziamento delle imprese è rappresentata, storicamente, dal credito bancario a fronte di garanzie reali, e il tessuto imprenditoriale tende tutt'ora a non accettare l'apertura del capitale a terzi, sia per ragioni legate al mantenimento del controllo sull'impresa che per l'assenza di classi di investitori in capitale di rischio ⁽²⁾ (fondi di investimento, *business angels*, incubatori, *venture capitalist*, *private equity*).

⁽¹⁾ In questo senso, v. report della Banca di Inghilterra, *The financing of technology — based small firms: a review of the literature*, 2001, disponibile sul sito www.bankofengland.co.uk/hightech2001.pdf; e, in epoca più recente, nello stesso senso cfr. FORESTIERI, *I nuovi canali di finanziamento delle imprese. Minibond, cartolarizzazioni, capitale di rischio*, in *Bancaria*, 6, 2014, 3 e s.. Pertanto, come accade nel mondo anglosassone, anche in Europa le *start up* prediligono, sin dalle prime fasi della propria esistenza il finanziamento mediante apporto di capitale di rischio, realizzando una parziale inversione del c.d. *pecking order*, cioè dell'ordine gerarchico nella scelta dei canali di finanziamento proprio delle imprese che operano in settori più tradizionali e meno rischiosi, le quali sono finanziate prima con le risorse dei fondatori, poi col debito e solo in un momento successivo facendo ricorso all'*equity*. Al contrario degli imprenditori tradizionali, le *start up* innovative, dopo l'iniziale fase di autofinanziamento, ricorrono anzitutto alla raccolta di capitale di rischio (tipicamente tramite *business angels* e, soprattutto, fondi di *venture capital*) e solo in una fase più matura si rivolgono ai tradizionali fornitori di capitale di debito. In questo senso v. Nuzzo *Funding and risk in the Italian rules on innovative start-ups*, in *The Internationalisation of business and prevention of financial crimes* (a cura di Antinucci), Pisa, 57.

⁽²⁾ Sulle difficoltà che incontrano le *start up*, in quanto società di piccole dimensioni e ancora sprovviste di cespiti di valore, nell'approvvigionamento di capitale di debito v. TULLIO, *Gli investimenti corporate nelle start-up: il corporate venture capital*, in *AGE*, 2021, 112; Nuzzo, (nt. 1), 57.

Ulteriormente, è importante notare come nell'esempio italiano il canale di finanziamento bancario si sia specializzato in forme di intervento prevalentemente orientate al breve termine (la maggioranza delle quali legate a rapporti di conto corrente), per altro anche tra le più costose tra quelle di cui le imprese stesse potevano usufruire, paradossalmente beneficiando della strutturale sottocapitalizzazione delle imprese e delle conseguenti e frequenti crisi di liquidità. È facile comprendere quindi come la struttura di capitale delle imprese innovative sia intrinsecamente più sbilanciata verso il capitale di debito e, conseguentemente, perché essa sia divenuta negli ultimi anni ancor più vulnerabile a crisi macro-economiche, anche non direttamente collegate ai rispettivi settori di pertinenza ⁽³⁾.

La crisi economico — finanziaria del 2008, seguita dalle tensioni macro-economiche a cui l'Italia è andata incontro nel biennio 2011-2012, ha ulteriormente accentuato la difficoltà per tali imprese di reperire risorse finanziarie tramite il tradizionale canale bancario con evidenti riflessi negativi sulle prospettive di crescita ⁽⁴⁾: il perdurare della stretta creditizia ha sottolineato l'esigenza per le imprese innovative di sviluppare canali finanziari alternativi e/o complementari ⁽⁵⁾.

⁽³⁾ In questo senso, FORESTIERI (nt. 1), 5.

⁽⁴⁾ V. SUPINO, *Individuazione di fonti alternative di finanziamento per le PMI nelle previsioni della Capital Market Union*, in *Contratto e impr.*, 2016, 933.

⁽⁵⁾ Il tema del finanziamento alle imprese è da sempre considerato per i legislatori dei Paesi occidentali di non facile soluzione. Infatti, se ci sono imprenditori in grado di concepire e sviluppare progetti imprenditoriali innovativi, ne esistono altri che, pur avendo idee brillanti, non hanno le risorse finanziarie per realizzare i propri progetti. Al fine di ampliare il ventaglio di possibilità offerte agli imprenditori, i legislatori dei vari Paesi si sono cimentati in diverse soluzioni. Negli anni immediatamente successivi alla crisi economico finanziaria del 2008, il legislatore italiano ha previsto per esempio numerosi interventi volti ad emancipare le piccole e medie imprese dal credito bancario. Si tratta di interventi di carattere generale, previste per tutte le imprese, non solo innovative. Alcuni di questi sono interventi volti ad ampliare il novero delle risorse finanziarie attraverso capitale di debito. La Legge n. 134 del 7 agosto 2012 ha infatti introdotto numerose misure, tra le quali vi sono: *i*) i mini bond, cioè obbligazioni o titoli di debito a medio-lungo termine emessi da società italiane non quotate, tipicamente PMI, normalmente destinate a piani di sviluppo, a operazioni di investimento straordinarie o di *refinancing*; *ii*) le cambiali finanziarie, introdotte in Italia con la Legge n. 43 del 13 gennaio 1994 allo scopo di prevedere un nuovo strumento di raccolta del risparmio diverso dalle normali obbligazioni, la cui disciplina è stata modificata allo di destinare lo strumento delle cambiali finanziarie anche alle piccole e medie imprese in forma di s.r.l., cioè di titoli di credito all'ordine emessi in serie, con scadenza non inferiore ad un mese e non superiore a trentasei decorrenti dalla data di emissione, che rappresentano una frazione omogenea di un'unica operazione di finanziamento ovvero di una serie di operazioni di finanziamento riconducibili ad un medesimo programma di emissione; ed ancora *iii*) le obbligazioni partecipative, che prevedono una forma di partecipazione agli utili della società in misura fissa e variabile. Altri interventi previsti sono invece finalizzati a incrementare i canali di reperimento in capitale di credito. In questo senso, nel 2010, il legislatore italiano ha previsto la costituzione del Fondo italiano di investimento, una società di gestione del risparmio costituita su iniziativa del Ministero dell'Economia e delle Finanze e partecipata dal Cassa Depositi e Prestiti. Tale società gestisce fondi di investimento mobiliari chiusi dedicati alle piccole e medie imprese italiane al fine di supportarne i progetti di crescita e di sviluppo. Si tratta però anche in questo caso di un'iniziativa di carattere generale, non mirata alla nascita e allo sviluppo delle società innovative.

Proprio a causa delle maggiori difficoltà di tali società ad accedere a forme di finanziamento bancario, il legislatore italiano, consapevole dell'importanza per queste del rafforzamento del circuito del capitale di rischio per consentire una crescita dimensionale adeguata delle *start up* come pure delle PMI, con il d.l. 179/2012 e il successivo d.l. 3/2015 ha introdotto e incentivato diverse modalità di finanziamento dell'imprenditoria innovativa attraverso il ricorso al capitale proprio, le cui caratteristiche distintive sono quelle di essere specificatamente mirate alle diverse fasi di vita dell'impresa innovativa, in una linea ideale di progressione dall'una all'altra.

Tale disciplina, infatti, contiene una serie di misure specifiche volte a favorire e diversificare la patrimonializzazione delle società innovative in grado di sviluppare una nuova imprenditorialità *high tech* e *high skill*, anche o, forse, soprattutto, nell'ipotesi in cui esse siano costituite in forma di s.r.l.. La possibilità anche per tale modello societario di dotarsi di una struttura proprietaria ed organizzativa meno personalistica e più finanziaria, sul modello azionario, può dirsi certamente preordinata e finalizzata all'apertura a forme di partecipazione al capitale di rischio.

L'intervento del legislatore si muove in una duplice direzione: da un lato, introduce soggetti e modalità di finanziamento in capitale di rischio non ancora previste dall'ordinamento italiano; dall'altro, prevede agevolazioni di carattere fiscale volte ad incentivare pratiche già esistenti, ma poco diffuse, quali la partecipazione al capitale sociale da parte di investitori privati professionali, scarsamente presenti in Italia rispetto alla media del panorama europeo.

Sono stati così introdotti: *i*) la figura dell'incubatore di *start up* innovative certificato, la cui funzione è quella di supportare le *start up* innovative in una fase ancora embrionale del progetto imprenditoriale, non solo attraverso la fornitura di capitale di rischio, ma anche somministrando servizi professionali e servizi generali di sostegno alla crescita; *ii*) l'*equity crowdfunding*, una tecnica di finanziamento, disciplinata nell'ordinamento per la prima volta dal d.l. 179/2012 proprio per il sostegno delle *start up* innovative e successivamente estesa con il d.l. 3/2015 anche alle PMI innovative, che consente il reperimento di risorse finanziarie fornite da una molteplicità di investitori non professionali attraverso portali *on line*.

Tra le misure incentivanti, sono state previste agevolazioni fiscali Irpef e Ires per investitori in capitale di rischio, siano essi persone fisiche come pure persone giuridiche, la cui trasformazione da misura temporanea a misura strutturale riflette l'intenzione del legislatore di stimolare lo sviluppo di una nuova classe di investitori, che in Italia si colloca ancora ai livelli minimi rispetto agli altri Paesi europei.

È interessante notare come le alternative possibili sopra citate, da un lato, offrano all'impresa innovativa appena costituita un ideale percorso in

continuità attraverso modalità di finanziamento ed investitori specificatamente interessati alle diverse fasi di vita dell'impresa; e dall'altro, alcune di queste alternative possano essere utilizzate dalle imprese in modalità concorrente e contestuale, particolarmente nelle primissime fasi di vita dell'impresa.

Naturalmente, è importante ricordare come il costo *reale* dell'accesso a queste forme di finanziamento sia molto spesso una diluizione dei soci fondatori dell'impresa innovativa e come questo sacrificio "non monetario" sia collegato a una serie di limitazioni dei poteri di controllo e, a volte anche di indirizzo, dell'impresa.

Questo aspetto si presta ad una duplice lettura, particolarmente, in un contesto economico come quello italiano. Infatti, esso consente — ad un prezzo certamente significativo: la cessione di quote sociali e la conseguente diluizione — l'accesso non solo al finanziamento, ma principalmente all'opportunità di avviare e sviluppare una attività imprenditoriale innovativa, anche senza disporre dei mezzi finanziari necessari. Ponendo queste misure a disposizione degli imprenditori, il legislatore di fatto mira ad una democratizzazione della possibilità di avviare iniziative economiche, basandone la possibilità sulle competenze e sulle capacità dell'imprenditore.

Inoltre, è essenziale valutare la diversa natura dell'impegno nell'impresa da parte dell'imprenditore e delle diverse classi di investitori citate. Infatti, incubatori certificati di impresa, *business angels*, fondi di *venture capital* e fondi di *private equity*, pur con orizzonti temporali diversi, si qualificano tutti per la natura "temporanea" dell'investimento effettuato, che, peraltro, dichiarano in maniera esplicita all'imprenditore al momento della proposta di investimento.

Questa caratteristica non costituisce di per sé stessa né un vantaggio né uno svantaggio per l'imprenditore. Infatti, così come l'imprenditore sa, in caso di fruizione di credito bancario, di dover restituire quanto ricevuto dagli istituti di credito entro una data prefissata e ad un costo certo, l'investimento in capitale di rischio da parte di persone fisiche e giuridiche comporta la necessaria consapevolezza da parte dell'imprenditore che a fronte di una possibilità di realizzare quanto atteso dall'investimento gli investitori non esiteranno a liquidare le proprie quote — ovviamente nei limiti e secondo le regole dei contratti di investimento sottoscritti — con tutte le conseguenze concordate al momento dell'ingresso.

Proprio per queste ragioni, la varietà di investitori presenti sul mercato e degli strumenti disponibili richiede all'imprenditore e all'impresa una maggiore maturità di scelta ed una più sofisticata disponibilità di competenze necessarie per scegliere i migliori "compagni di viaggio" in grado di supportare l'iniziativa imprenditoriale nelle diverse fasi di sviluppo nonchè

una adeguata capacità di governare l'incremento e l'eterogeneità della compagine sociale.

Inoltre, e sempre nello stesso senso, l'apertura del capitale delle imprese a investitori esterni richiede un cambiamento culturale particolarmente significativo da parte degli imprenditori in termini di *corporate governance*, trasparenza informativa, metriche e tempistiche di valutazione delle iniziative imprenditoriali. Infatti, la necessità di massimizzare il rendimento dell'investimento in capitale di rischio richiede una radicale discontinuità rispetto alle modalità di gestione e controllo tipiche della impresa chiusa a conduzione familiare. La difficoltà di realizzare questo cambiamento — prevalentemente non economico — rappresenta un limite che non tutti gli imprenditori accettano di superare, pur comprendendo chiaramente i vantaggi finanziari ed economici derivanti dalla apertura a fonti di finanziamento di terzi ⁽⁶⁾.

2. *Gli incubatori certificati di start up innovative.*

Il d.l. 179/2012 introduce nell'ordinamento la figura degli incubatori di *start up* innovative certificati, di soggetti cioè in grado di svolgere un'azione di supporto nei confronti dell'imprenditoria tecnologicamente innovativa che si trovi in fase ancora embrionale, fornendo capitale proprio e/o servizi integrati

Gli incubatori di imprese sono una realtà presente già da diversi anni sul mercato, anche italiano. Si tratta di organizzazioni imprenditoriali che svolgono un'attività di sostegno nei confronti delle imprese, mettendo a loro disposizione le proprie risorse materiali, conoscitive e finanziarie.

Detti investitori iniziali forniscono, infatti, i fondi necessari per lo sviluppo di idee imprenditoriali stimate ad alto potenziale di ritorno economico, ma non ancora appetibili per il mercato dei capitali ⁽⁷⁾, unitamente ad una serie di servizi di sostegno, quali servizi di logistica, di

⁽⁶⁾ Manca spesso tra gli imprenditori italiani la volontà di rinunciare ai benefici impliciti del modello di società chiusa, caratterizzata da uno schema di *corporate governance* autoreferenziale, che comporta, naturalmente, più opacità informativa, discrezionalità gestionale, bassa dialettica di interessi e assenza di valutazione esterna. I numeri quindi di imprese italiane che siano *VC-financed* sono ancora molto più modesti. In questo senso, alle ragioni indicate si aggiungono anche i seguenti elementi: un mercato finanziario non ancora sufficientemente evoluto; una scarsa diffusione di grandi operatori nel tessuto imprenditoriale, come noto caratterizzato da una spiccata presenza di piccole e medie imprese a conduzione familiare; e, infine, un diritto societario poco flessibile.

⁽⁷⁾ Gli incubatori di impresa, prevalentemente di *start up*, sono contenitori e integratori di nuove piccole e medie imprese che, in questi luoghi, vengono accompagnate dal momento in cui concepiscono l'idea fino ai primi anni di vita dell'impresa. Gli incubatori per poter svolgere con successo l'attività di supporto alla nascita e allo sviluppo devono essere in grado di intercettare correttamente i bisogni delle imprese incubate. A tale scopo essi devono essere fortemente focalizzati sul ciclo di vita e sulla filiera delle *start up*.

consulenza gestionale ed amministrativa (servizi di *tutoring* e *mentorship*) e di *networking*.

Tale attività di affiancamento dell'impresa innovativa nelle sue fasi iniziali comporta, statisticamente, un miglioramento significativo delle probabilità di sopravvivenza e delle prospettive di crescita di nuove *start up* ed è pertanto comprensibile che il legislatore nell'intento di creare un ecosistema volto a supportare la nascita e la diffusione l'imprenditoria innovativa abbia introdotto una disciplina agevolativa anche per gli incubatori certificati.

Questi ultimi sono incubatori in possesso di specifici requisiti e iscritti nella sezione speciale del Registro delle imprese, che svolgono attività di sostegno a favore prevalentemente di *start up* innovative, così come definite dall'art. 25 del d.l. 179/2012. L'introduzione di una certificazione per gli incubatori, come specificato nella relazione illustrativa al d.l. 179/2012, è volta "a valorizzare quelle società che meglio sanno offrire servizi adeguati all'avvio e allo sviluppo di *start up* innovative".

Le agevolazioni previste per tali organizzazioni imprenditoriali sono le medesime agevolazioni di natura societaria, tributaria e laburistica previste per le *start up* innovative, con la differenza — tutt'altro che marginale — che lo statuto speciale previsto non è a tempo determinato, ma potenzialmente definitivo. Nell'ipotesi di perdita dei requisiti, viene meno anche la certificazione, al pari di quello che accade per le *start up* innovative, con conseguente cancellazione d'ufficio dalla sezione speciale, pur mantenendo l'iscrizione ordinaria nel registro delle imprese. Per il futuro, viene meno la possibilità di qualificarsi quale incubatore certificato, e di beneficiare della disciplina di favore, ma non certo della facoltà di continuare a svolgere l'attività di incubazione nei confronti delle *start up* anche innovative, non essendo tale attività riservata agli incubatori certificati.

È da notare che la qualifica di incubatore certificato può essere acquisita solo da quelle imprese che prestino attività di sostegno a favore di *start up* innovative e non anche di PMI innovative (se non in via del tutto residuale). Queste ultime si differenziano dalle prime per essere società già operative nel momento in cui si iscrivono nella apposita sezione del Registro delle imprese e per il fatto di svolgere un'attività innovativa non necessariamente declinata in senso tecnologico. Nulla impedisce, però, a ben vedere, che anche una PMI innovativa possa essere in fase di *start up*, in quella fase iniziale che la dottrina economica colloca nei primi cinque anni di vita. Anch'essa potrebbe dunque beneficiare dei servizi e della partecipazione al proprio capitale da parte di un incubatore.

Sarebbe stato certamente più coerente con gli obiettivi della disciplina in materia di società innovative — volti ad incentivare l'imprenditoria innovativa *tout court* — se si fosse deciso di ampliare l'ambito operativo degli incubatori certificati, includendovi anche l'attività di sostegno e

sviluppo dell'imprenditoria innovativa nella sua fase iniziale e/o embrionale, senza alcuna distinzione determinata dalla presenza di una connotazione tecnologica dell'innovazione. Ciò avrebbe permesso di estendere i numerosi benefici connessi all'incubazione delle *start up* tecnologicamente innovative anche all'incubazione di *start up* non tecnologicamente innovative, con evidenti ricadute in termini positivi oltre che per le società incubate, anche per il sistema economico nel suo complesso.

La qualifica di incubatore certificato può essere conseguita, ai sensi del 5° comma dell'art. 25, da una società di capitali, costituita anche in forma di società cooperativa⁽⁸⁾, di diritto italiano ovvero una *Societas* Europea (SE), residente in Italia ai sensi dell'art. 73 del decreto del Presidente della Repubblica 22 dicembre 1986, n. 917, (art. 25, comma 5, d.l. 179/2012) che offre servizi per sostenere la nascita e lo sviluppo di *start up* innovative⁽⁹⁾.

Stando alla lettera della disposizione, sembrerebbero esclusi dal novero degli incubatori di impresa c.d. certificati gli incubatori costituiti conformemente alla legislazione dei Paesi membri dell'UE, stabiliti con una sede secondaria o in via principale in Italia. A tali soggetti sembrerebbe preclusa l'iscrizione nella sezione speciale del Registro delle imprese degli incubatori certificati e, conseguentemente, la possibilità di beneficiare della relativa disciplina agevolativa.

Appare di immediata evidenza come la norma venga a creare una disparità di trattamento rispetto alle società costituite secondo la legislazione di altro Paese membro dell'UE e svolgenti le medesime attività di incubazione, le quali intendano operare anche in Italia.

Tale disparità di trattamento appare di difficile comprensione sotto il profilo della politica legislativa e, cosa ancor più importante, si pone in contrasto con la legislazione europea in materia di libertà di stabilimento delle persone giuridiche e con l'interpretazione di essa ne danno che le corti europee⁽¹⁰⁾. Essa rappresenta, infatti, una restrizione della libertà di

⁽⁸⁾ A differenza di quanto previsto con riferimento alle *start up* innovative, il d.l. 179/2012 non esclude la possibilità che gli incubatori possano essere società quotate in un mercato regolamentato o in un sistema multilaterale di negoziazione.

⁽⁹⁾ I requisiti sopra indicati erano comuni a quelli originariamente indicati dal legislatore con riferimento alle *start up* innovative, poi modificati per effetto del d.l. 3/2015 che, come noto, ha eliminato i riferimenti alla *Societas* Europea residente in Italia ai sensi dell'art. 73 del Tuir, nonché alla necessità che si tratti di impresa regolata dal diritto italiano. Stranamente, il d.l. 3/2015 non ha inciso sul contenuto dell'art. 25, comma 5, lasciando invariato il testo della disposizione. Probabilmente, la circostanza è sfuggita all'attenzione del legislatore. Come detto in precedenza (capitolo II), la tecnica redazionale dell'intero *corpus* normativo in materia di società innovative è a volte poco accurata.

⁽¹⁰⁾ La libertà di stabilimento, comunemente intesa come il diritto di trasferirsi in uno Stato membro diverso da quello di origine, al fine di esercitarvi una qualsiasi forma di attività economica di natura non subordinata, alle stesse condizioni normative stabilite dal Paese di destinazione per i propri cittadini, rappresenta uno dei principi fondamentali dell'Unione europea. A norma del disposto di cui all'art. 54, paragrafo 2, TFUE, le società costituite

stabilimento, garantita dagli artt. 49-54 dal TFUE, così come interpretata dalla giurisprudenza della Corte di Giustizia ⁽¹¹⁾, assolutamente illegittima perché priva di giustificazione ⁽¹²⁾.

La necessità di un'interpretazione di tale disposizione coerente con il diritto comunitario fa sì che le restrizioni contenute nella previsione del d.l. 179/2012 siano non applicabili a favore di quegli incubatori costituiti in forma di società di capitali conformemente alle norme di un altro Paese UE che abbiano in Italia una sede secondaria, o che vi operino in via principale,

conformemente alla legislazione di uno Stato membro e aventi la sede sociale, l'amministrazione centrale o il centro di attività principale all'interno dell'Unione sono equiparate, ai fini dell'applicazione delle disposizioni del capo II — Diritto di stabilimento — alle persone fisiche aventi la cittadinanza degli Stati membri. Va ricordato che la libertà di stabilimento riconosciuta dalle norme europee riguarda tanto lo stabilimento primario, che comporta l'esercizio di un'attività professionale o economica rilevante in un Paese diverso da quello originario, quanto lo stabilimento secondario, che comporta il mantenimento del collegamento originario e che si realizza attraverso l'apertura di un centro secondario in un Paese diverso da quello originario. In dottrina, in argomento v. PEDERZINI, *La libertà di stabilimento delle società europee nell'interpretazione evolutiva della Corte di Giustizia. Armonizzazione e concorrenza tra ordinamenti nazionali*, in Aa. Vv., *Percorsi di diritto societario europeo*, Torino, 2016, 95; LOMBARDO, *Libertà di stabilimento e mobilità delle società in Europa*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2005, 353; TROIANELLO, *Lo stabilimento delle società nell'Unione europea*, Napoli, 2009). La Corte di Giustizia ha progressivamente riconosciuto e fatto sì che si affermasse il principio di una profonda mobilità transfrontaliera delle società degli Stati membri dell'Unione all'interno dei confini di quest'ultima, propedeutico al fenomeno della competizione fra i vari ordinamenti giuridici nazionali sotto il profilo della disciplina societaria. In argomento, sul c.d. fenomeno della concorrenza fra ordinamenti giuridici v. KIRCHNER, PAINTER, KAAL, *Regulatory Competition in EU Corporate Law after Inspire Art: Unbundling Delaware's Product for Europe*, in *ECFR*, 2005, 159; NICOLUSSI, *Europa e cosiddetta competizione tra ordinamenti giuridici*, in *Europa dir. Priv.*, 2006, 83; ZUMBASEN, *Spaces and Places: A Systems Theory Approach to Regulatory Competition in European Company Law*, in *European Law Journal*, 2006, 12, 535.

⁽¹¹⁾ Ci si riferisce alla giurisprudenza formatasi nelle seguenti decisioni; Causa C-212/97, *Centros Ltd vs. Erhvervs og Selskabsstyrelsen*; Causa C-208/00, *Überseering BV vs. Nordic Construction Company Baumanagement GmbH*; Causa C-167/02, *Inspire Art Ltd vs. Kamer van Koophandel en Fabrieken voor Amsterdam*; Causa C-411/03, *SEVIC Systems AG*. In dottrina si vedano FORTUNATO, *La libertà di stabilimento delle società in una recente sentenza della Corte di Giustizia: il caso Centros*, in *Il diritto dell'Unione Europea*, 2000, 83; PERRONE, *Dalla libertà di stabilimento alla competizione fra gli ordinamenti? Riflessioni sul "caso Centros"*, in *Riv. soc.*, 2001, 1292; MUCCIARELLI, *Libertà di stabilimento comunitaria e concorrenza tra ordinamenti societari*, in *Giur. comm.*, 2000, 559; COSCIA, *La teoria della sede effettiva o Sitztheorie e la libertà di stabilimento*, in *Giur. it.*, 2003, 703; LOMBARDO, *La libertà comunitaria di stabilimento dopo il caso Überseering: tra armonizzazione e concorrenza fra ordinamenti*, in *B.b.t.c.*, 2003, 457; PERNAZZA, *Libertà di stabilimento delle società in Europa e tutela dei creditori*, in *Soc.*, 2004, 380; NOCELLA, *Il caso Inspire Art: l'armonizzazione al banco di prova*, in *Giur. comm.*, 2005, 5; KINDLER, *Le fusioni nel diritto tedesco: la sentenza Sevic della Corte di Giustizia e l'attuazione della direttiva 2005/56/CE in Germania*, in *B.b.t.c.*, 2006, 479; MUCCIARELLI, *Fusioni transfrontaliere e libertà di stabilimento delle società nell'Unione Europea: il caso "Sevic"*, in *Giur. comm.*, 2006, 417.

⁽¹²⁾ La Corte europea ha ribadito che le normative nazionali che limitano o ostacolano l'esercizio delle libertà fondamentali garantite dal trattato europeo devono soddisfare il c.d. 'test Gebhard' e, dunque, a) avere carattere non discriminatorio; b) essere fondate su ragioni imperative di interesse pubblico; c) essere idonee rispetto allo scopo perseguito; d) essere proporzionate al suo raggiungimento. In argomento, v. Causa C-55/94, *Reinhard Gebhard c. Consiglio dell'Ordine degli Avvocati e Procuratori di Milano*.

e dunque non possa essere loro rifiutata l'iscrizione nella apposita sezione speciale.

Del resto, se la finalità della normativa è quella di incentivare la diffusione di incubatori che sostengano la nascita e lo sviluppo di nuove imprese innovative nella loro fase embrionale, con evidenti e conseguenti ricadute positive in termini di occupazione e crescita economica nelle imprese e nel Paese, difficilmente si comprende la scelta del legislatore di non voler attrarre nel territorio italiano incubatori di impresa costituitisi in Paesi europei che sono all'avanguardia nell'economia delle *start up*.

Come detto, gli incubatori per ottenere la certificazione devono essere in possesso di una serie di requisiti richiesti dall'art. 25, comma 5, lett. a)-e), allo scopo di garantire l'efficacia e la qualità dell'attività svolta a favore delle imprese incubate.

I primi due requisiti individuati dal legislatore vertono sulla struttura anche fisica dell'incubatore. In particolare, si richiede che l'incubatore disponga: a) *“di strutture, anche immobiliari, adeguate ad accogliere start up innovative, quali spazi riservati per poter installare attrezzature di prova, test, verifiche o ricerca”*; b) *“di attrezzature adeguate all'attività di start up innovative, quali sistemi di accesso in banda ultra larga alla rete internet, sale riunioni, macchinari per test, prove o prototipi”*.

Emerge dunque una grande attenzione del legislatore per l'incubazione fisica delle *start up* innovative. Infatti, l'ospitalità di tali imprese presso le strutture dell'incubatore, oltre ad agevolarle sotto il profilo del risparmio dei costi fissi, da un lato, rafforza la cooperazione fra *start up* e *team* dell'incubatore e, dall'altro, favorisce l'incontro e il confronto fra i vari *startupper* ammessi all'interno dell'incubatore, promuovendo e facilitando lo scambio di conoscenze.

La messa a disposizione di spazi fisici e servizi infrastrutturali è condizione necessaria, ma non certamente sufficiente a fornire un adeguato servizio di incubazione delle *start up*. Tale offerta deve essere integrata da servizi di altra natura. Il valore aggiunto del processo di incubazione consiste proprio nella possibilità per le *start up* innovative di usufruire di competenze tecnico-manageriali, di esperienze e conoscenze maturate dal *team* di esperti di cui l'incubatore dispone ⁽¹³⁾.

Per questo, la lettera c) del comma quinto dell'art. 25 rende necessario che l'incubatore sia *“amministrato o diretto da persone di riconosciuta competenza in materia di impresa e innovazione”* e che abbia *“a disposizione una struttura tecnica e di consulenza manageriale permanente”* ⁽¹⁴⁾.

⁽¹³⁾ Cfr. GAREGIO, *Le fattispecie*, in *Start up e PMI innovative*, diretto da Cagnasso e Mambriani, Zanichelli, 2020, 92.

⁽¹⁴⁾ Se l'incubazione fisica è considerata dal legislatore, a ragion veduta, come uno dei principali e più importanti servizi che l'incubatore è tenuto ad offrire alle *start up* innovative, non certo da meno può essere considerata anche l'attività di consulenza che viene fornita a tali

La successiva lettera *d*) richiede che l'incubatore abbia “*regolari rapporti di collaborazione con università, centri di ricerca, istituzioni pubbliche e partner finanziari che svolgono attività e progetti collegati a start up innovative*”. L'incubatore deve quindi avere creato un ecosistema efficace che circonda le *start up* innovative. È essenziale per l'incubatore coinvolgere nei propri processi diversi attori con i quali creare una rete di relazioni che possa costituire fonte di opportunità in termini di competenze, strumentali ed economiche, a favore della *start up*.

L'ultimo requisito richiesto dalla lettera *e*) riguarda “*l'adeguata e comprovata esperienza nell'attività di sostegno a start up innovative*”. L'esperienza dell'incubatore viene valutata alla stregua di alcuni indicatori elencati nel successivo comma 7 del medesimo articolo ⁽¹⁵⁾, tra i quali: il numero di *start up* incubate fisicamente; il numero dei brevetti sviluppati all'interno dell'incubatore; la quota di capitale di rischio delle *start up* incubate in cui l'incubatore ha investito. In questo modo, l'incubatore certificato è chiamato a rendere conto dell'attività di incubazione svolta rispetto alle *start up* coinvolte.

Il possesso dei requisiti richiesti al comma 5 e degli indicatori di cui al comma 7 viene autocertificato, mediante dichiarazione sottoscritta dal legale rappresentante, al momento dell'iscrizione nella sezione speciale appositamente istituita nel registro delle imprese per incubatori certificati. Le informazioni inserite nella sezione speciale devono essere aggiornate

imprese. L'attività di assistenza e consulenza in questa fase delle *start up* concerne: *i*) gli adempimenti legali da compiere per la costituzione della società; *ii*) l'accesso a finanziamenti e agevolazioni; *iii*) il rilascio di privative industriali; *iv*) il trasferimento di *know-how*. L'attività di assistenza e consulenza concerne altresì i fabbisogni finanziari delle *start up*, attraverso la conclusione di accordi di favore con banche o attraverso l'incontro con investitori attivi nell'ecosistema interessati ad erogare un finanziamento in cambio di *equity*. A volte è lo stesso incubatore ad intercettare le esigenze finanziarie delle società attraverso l'acquisizione di partecipazioni nella nuova società, convergendo in un certo senso verso le pratiche dei *venture capitalist*. Gli incubatori inoltre sviluppano un *network* in grado di coinvolgere non solo investitori, ma anche grandi imprese, centri di ricerca, clienti, fornitori, società di consulenza ed enti locali, accrescendo le possibilità per le *start up* di instaurare relazioni profittevoli per la loro crescita.

⁽¹⁵⁾ Il comma 7, dell'art. 25, del d.l. 179/2012 definisce il c.d. *track record* dell'incubatore, il quale deve rendere conto della propria esperienza. A tale scopo, la norma richiede: “Il possesso del requisito di cui alla lettera *e*) del comma 5 è autocertificato dall'incubatore di *start up* innovative, mediante dichiarazione sottoscritta dal rappresentante legale presentata al registro delle imprese, sulla base di valori minimi individuati con il medesimo decreto del Ministero dello sviluppo economico di cui al comma 6 con riferimento ai seguenti indicatori: *a*) numero di candidature di progetti di costituzione e/o incubazione di *start up* innovative ricevute e valutate nel corso dell'anno; *b*) numero di *start up* innovative avviate e ospitate nell'anno; *c*) numero di *start up* innovative uscite nell'anno; *d*) numero complessivo di collaboratori e personale ospitato; *e*) percentuale di variazione del numero complessivo degli occupati rispetto all'anno, precedente; *f*) tasso di crescita media del valore della produzione delle *start up* innovative incubate; *g*) capitali di rischio ovvero finanziamenti, messi a disposizione dall'Unione europea, dallo Stato e dalle regioni, raccolti a favore delle *start up* innovative incubate; *h*) numero di brevetti registrati dalle *start up* innovative incubate, tenendo conto del relativo settore merceologico di appartenenza”.

costantemente, con cadenza semestrale. Inoltre, entro trenta giorni dall'approvazione del bilancio, e comunque entro sei mesi dalla chiusura dell'esercizio, deve essere presentata una dichiarazione del rappresentante legale che attesti il mantenimento dei requisiti.

La dichiarazione attestante la sussistenza dei requisiti deve essere effettuata *“sulla base di indicatori e di relativi valori minimi che sono stabiliti con decreto del Ministero dello sviluppo economico da adottarsi entro sessanta giorni dalla data di entrata in vigore della legge di conversione”* del d.l. 179/2012. Il decreto del Ministero attualmente in vigore (d.m. 22 dicembre 2016 ⁽¹⁶⁾), recante la Revisione del precedente provvedimento del 2 febbraio 2013 relativo ai requisiti per l'identificazione degli incubatori certificati di *start up* innovative, ai sensi dell'articolo 25 del d.l. 179 del 2012 ⁽¹⁷⁾), definisce e dettaglia i requisiti degli incubatori certificati.

In esso, all'art. 1, sono (ri)definiti i soggetti ammissibili con una definizione che, pur riprendendo quella dell'art. 25, comma 5, ha aggiunto che l'oggetto sociale dell'incubatore certificato concerne *“in modo prevalente il sostegno alla nascita e allo sviluppo di start up innovative, e attività correlate relative al trasferimento tecnologico e ai processi di ricerca, sviluppo e innovazione, mediante l'offerta di spazi fisici dedicati e di servizi di consulenza”*.

L'incubatore certificato può dunque svolgere attività di sostegno alle *start up* innovative in via non esclusiva, purché prevalente. Ciò consente di qualificare incubatore certificato anche l'impresa che svolga in via residuale attività di sostegno a favore di società diverse dalle *start up* innovative, cioè società in fase embrionale che svolgono attività innovative non a carattere tecnologico, come pure società che svolgono attività più tradizionali o ancora *start up* con attività tecnologicamente innovative, ma non rientranti nei parametri definitivi di cui al d.l. 179/2012.

Vi è da aggiungere che una tecnica di redazione della disposizione ministeriale a dir poco trascurata rende però complessa l'esatta individuazione delle attività nelle quali può articolarsi l'oggetto sociale dell'incubatore certificato.

⁽¹⁶⁾ Il d.m. 22 dicembre 2016 è stato pubblicato sulla “Gazzetta Ufficiale” n. 16 del 20 gennaio 2017.

⁽¹⁷⁾ L'art. 25, comma 5, del d.l. 179/2012 si limita ad indicare l'attività svolta dai suddetti incubatori quale offerta di servizi per sostenere la nascita e lo sviluppo di *start up* innovative, rinviando ad un decreto ministeriale il compito di definire più nel dettaglio l'oggetto sociale di tali incubatori. Si noti che il precedente d.m. 22 febbraio 2013, attuativo delle norme in materia di incubatori certificati, aveva cura di indicare che questi servizi potessero essere svolti anche in via non esclusiva, aprendo così l'accesso alla qualifica di incubatore certificato anche a società che nascevano con finalità diversa ma che, per le più varie ragioni, intendevano estendere la propria area di attività anche ai processi di incubazione di *start up* innovative. Il successivo d.m. 22 dicembre 2016 ha, invece, come indicato nel testo, diversamente regolato il punto, richiedendo che tale attività venga svolta in via prevalente.

In particolare, l'inciso posto tra virgole "*e attività correlate relative al trasferimento tecnologico e ai processi di ricerca, sviluppo e innovazione*" rende difficile l'esatta definizione dell'oggetto sociale, perché non è chiaro se le attività "correlate" siano attività ricomprese o ulteriori rispetto al "*sostegno alla nascita e allo sviluppo delle start up innovative*". Inoltre, è dubbio se la norma di fatto richieda che anche tali attività correlate siano svolte in modo prevalente, come l'attività di sostegno alla nascita e allo sviluppo delle *start up*, o se sia sufficiente la loro mera presenza nell'oggetto sociale.

Vista l'impossibilità di una interpretazione letterale della norma, credo che sia da preferirne una che privilegi l'effettiva attività svolta dagli incubatori, per la corretta definizione della quale non possono mancare azioni e relazioni attinenti al "*trasferimento tecnologico e ai processi di ricerca, sviluppo e innovazione*". L'inciso "*e attività correlate*" sarebbe quindi da intendere come "*incluse attività correlate*", le quali formerebbero parte integrante, non prescindibile, delle attività che l'incubatore ha l'obbligo di svolgere in modo prevalente, anche se non esclusivo.

Elementi a sostegno dell'interpretazione proposta si rinvencono nell'elencazione dei requisiti di cui al comma 5, dell'art. 25 del d.l. 179/2012, in particolare alla lett. *d*), che impone, e non semplicemente consente, all'incubatore certificato di avere "*regolari rapporti di collaborazione con università, centri di ricerca, istituzioni pubbliche e partner finanziari che svolgono attività e progetti collegati a start up innovative*"⁽¹⁸⁾.

La nozione di incubatori certificati quale risultante dai testi normativi di rango primario e secondario sopra indicati se da un lato appare limitata a quelle realtà imprenditoriali che svolgono in prevalenza attività di supporto alle *start up* innovative ad alto valore tecnologico, dall'altro è sufficientemente ampia da ricomprendere al suo interno diverse tipologie di incubatori di impresa, presenti nella attuale realtà economica⁽¹⁹⁾.

⁽¹⁸⁾ Alla luce degli elementi definitivi contenuti nel d.m. del 2016, sembra dunque potersi ritenere che si possono ricomprendere tra gli incubatori certificati solo quelli che svolgono in maniera prevalente le attività di sostegno alla nascita e allo sviluppo delle *start up* innovative, e attività correlate alle prime relative al trasferimento tecnologico, ai processi di ricerca, sviluppo e innovazione. Non potranno pertanto iscriversi nella sezione speciale del Registro delle imprese gli incubatori che svolgono prevalentemente attività di sostegno alla nascita e allo sviluppo di imprese di nuova costituzione che non siano qualificabili quali *start up* innovative come pure quelle società che nascono con una finalità diversa ma che estendono parte della propria attività ai processi di incubazione, quali i c.d. *Corporate Incubator*, ove non diano vita a strutture societarie autonome.

⁽¹⁹⁾ La realtà degli incubatori è decisamente variegata. Esistono incubatori con caratteristiche profondamente diverse: ci sono incubatori privati e incubatori pubblici, incubatori *for profit* e incubatori *no profit*. Gli incubatori pubblici molto spesso sono anche incubatori *no profit*. Questi hanno rappresentato, e continuano a rappresentare, per i governi uno strumento di attuazione delle politiche economiche e sociali promosse a livello macro-economico per lo sviluppo di aree specifiche al fine di favorire l'innalzamento dei tassi occupazionali e di imprenditorialità, e a livello micro-economico per favorire il tasso di sopravvivenza delle *start*

Vi rientrano certamente gli incubatori pubblici, incubatori cioè costituiti o partecipati da enti pubblici, i quali si propongono tanto obiettivi macroeconomici, quali il supporto alla crescita tecnologica ed economica e all'occupazione, che obiettivi microeconomici, quali la riduzione del tasso di fallimento delle nuove imprese.

Vi rientrano altresì gli incubatori privati, partecipati da soggetti privati, come grandi imprese industriali o fondi di *venture capital*, i quali si occupano, per lo più, di *start up* a contenuto tecnologico ed innovativo. La particolarità degli incubatori privati risiede soprattutto nella capacità di creare *network* tra i *team* delle *start up* incubate, dando vita a sinergie derivanti dalla cooperazione e dallo scambio di informazioni tra i partecipanti ai programmi di incubazione, e nell'accesso privilegiato per le imprese incubate al *network* di contatti che ruotano attorno all'incubatore, permettendo quindi l'accesso a risorse intangibili come informazioni, competenze e conoscenze che creano valore aggiunto per le *start up* stesse.

Sebbene non sia esplicitato nel d.l. 179/2012, nella prassi per i servizi forniti alle *start up* innovative dagli incubatori è prevista una remunerazione sotto forma di canone a prezzi di mercato, se l'incubatore è privato, e, in genere, a condizioni più economiche per gli incubatori pubblici.

Quando il progetto imprenditoriale appare particolarmente meritevole, l'incubatore non si limita a fornire servizi integrati a sostegno della *start up*, ma apporta mezzi finanziari sotto forma di capitale di rischio o di debito.

L'ingresso nel capitale sociale della società incubata è un'opzione che viene vista positivamente tanto dall'incubatore, che evidentemente confida nella bontà del progetto imprenditoriale ed è, quindi, convinto di poter ottenere una remunerazione dalla plusvalenza derivante della successiva cessione della partecipazione a terzi, una volta finito il periodo di incubazione; quanto dalla società incubata che, nella sua fase iniziale, ha generalmente poche risorse ed è quindi propensa ad accettare nuovi apporti finalizzati al suo sviluppo e alla sua crescita in cambio di *equity* e, allo stesso tempo, di una validazione "di fatto" del potenziale della *start up*.

up. Gli incubatori pubblici e *no profit* sono largamente dipendenti da fondi pubblici, per questo a volte possono fornire servizi alle imprese a prezzi più bassi rispetto a quelli di mercato. L'incubazione in ambito privato viene portata avanti in un primo tempo soprattutto da grandi imprese *high tech* che in questo modo decentralizzano l'attività di ricerca e sviluppo di attività innovative rispetto al *business* principale e dai *venture capitalist*. Solo successivamente nascono incubatori privati esclusivamente dedicati a tale attività. Gli incubatori possono altresì adottare differenti modelli di *business*. In ogni caso, indipendentemente dalle caratteristiche in concreto assunte dai vari tipi di incubatori, questi tendono a limitare la propria attività di sostegno ai primi anni di vita della *start up* per tendere poi ad una graduale riduzione del coinvolgimento nell'impresa incubata. Come si evince, dare una definizione univoca di incubatore risulta molto complesso a causa delle eterogeneità che caratterizzano non solo questi soggetti ma anche gli ecosistemi nei quali operano.

Inoltre, si tenga altresì presente che tale forma di finanziamento presenta l'indubbio vantaggio di collocarsi in una fase molto precoce del progetto imprenditoriale in cui alla *start up* l'accesso al credito bancario è praticamente precluso ⁽²⁰⁾.

Quando l'incubatore acquista una quota di capitale, nella maggior parte dei casi la *governance* della società incubata viene lasciata ai soci fondatori quali ideatori del progetto imprenditoriale innovativo, anche se è frequente che su alcune decisioni di particolare rilevanza per la vita della società possa essere coinvolto l'incubatore richiedendo a questo l'autorizzazione al compimento dell'operazione ovvero riconoscendogli il diritto ad apporre il veto su talune decisioni. Può anche accadere che per la fase in cui l'incubatore effettui il proprio conferimento e per l'entità dello stesso, a questo venga riconosciuto il diritto a nominare uno o più membri dell'organo amministrativo.

Le partecipazioni che verranno acquisite dall'incubatore potranno essere nelle s.r.l. anche partecipazioni serializzate, le quali sono più facilmente collocabili sul mercato secondario al momento dell'*exit*. Le partecipazioni da questo sottoscritte sono spesso quote che prevedono un privilegio di natura economica, che visto il divieto di procedere alla distribuzione di utili nelle *start up* innovative per cinque anni dalla costituzione, spesso viene articolato come *liquidation preference* nel caso di uscita dell'incubatore dal capitale sociale della società incubata. Non mancano neppure a favore dell'incubatore meccanismi antidiluzione che consentono al primo investitore (in senso temporale) di mantenere sostanzialmente inalterata la quota del proprio investimento e a volte anche la propria quota di partecipazione.

Acquisendo la posizione di socio della *start up* innovativa, l'incubatore certificato acquisisce almeno nella fase iniziale un ruolo di guida nello sviluppo e nella crescita di tale società, oltre che un interesse concreto e diretto a che la *start up* cresca e acquisisca valore. I soci fondatori sono infatti soggetti spesso con una forte competenza tecnologica e scientifica, ma privi di conoscenze riguardanti le strategie imprenditoriali e di competenze manageriali. Per questa ragione la sinergia con gli incubatori, orga-

⁽²⁰⁾ Gli incubatori sono organizzazioni imprenditoriali che operano prevalentemente nella fase immediatamente precedente il finanziamento vero e proprio, dallo sviluppo del *business plan* ai primi sei — dodici mesi di attività, poi subentrano altri investitori quali i fondi di *venture capital*, per supportare quelle realtà che necessitano di finanziamenti maggiori e a più lungo termine. L'elemento distintivo dell'attività di incubazione può essere individuato, principalmente, nella condivisione degli spazi con le imprese partecipate. Quando l'incubatore interviene anche entrando nel capitale sociale della impresa innovativa, fornisce il *seed money*, il capitale necessario per far nascere l'attività imprenditoriale e, solo quando l'attività si è ormai consolidata, lascia al *venture capital* il secondo *round* di finanziamento. Tutto ciò contribuisce a rendere la figura dell'incubatore complementare a quella di altri investitori in capitale di rischio, tanto che ormai sembra essere la regola che un *venture capitalist* si presti a finanziare un'idea precedentemente seguita da un incubatore.

nismi imprenditoriali con una forte competenza gestionale e anche tecnologica, appare particolarmente funzionale allo sviluppo di un ecosistema imprenditoriale innovativo ⁽²¹⁾.

In alternativa alle partecipazioni al capitale sociale ovvero in aggiunta a queste, vengono frequentemente attribuiti all'incubatore titoli di debito convertibili, i quali attribuiscono al titolare il diritto ad una conversione in *equity* da eseguire in un momento successivo contestualmente all'intervento di un nuovo socio finanziatore, momento in cui, con ogni evidenza, il processo di valutazione della *start up*, e, quindi, dell'investimento, è più semplice. Il diritto di conversione viene normalmente strutturato come diritto a convertire il debito in una quota di partecipazione al capitale di rischio ad un prezzo inferiore rispetto al valore dell'impresa al momento della conversione, ottenendo al contempo i medesimi diritti e privilegi riservati agli investitori successivi.

Nelle s.r.l. innovative tale prassi può essere implementata attraverso il ricorso all'emissione di strumenti finanziari partecipativi che, come si vedrà nel capitolo IV del presente lavoro, possono, a mio avviso, attribuire anche il diritto di nominare un membro del consiglio di amministrazione, al pari di come accade nelle società per azioni.

3. *L'investimento degli investitori professionali nel capitale di rischio delle società innovative.*

Allo scopo di incoraggiare l'affrancamento delle società innovative dalle forme di finanziamento attraverso i tradizionali canali bancari e di accompagnarne l'evoluzione dimensionale, il d.l. 179/2012 e, successivamente, il d.l. 3/2015 hanno previsto agevolazioni di carattere fiscale per le persone fisiche e le persone giuridiche che investono nel capitale di rischio di tali società ⁽²²⁾; (rispettivamente, art. 29 d.l. 179/2012 e art. 9, comma 9, d.l. 3/2015 ⁽²³⁾).

⁽²¹⁾ La possibilità che le quote o le azioni attribuite all'incubatore siano dotate di particolari diritti concernenti l'amministrazione della società risponde perfettamente alle esigenze dell'incubatore che in questo modo potrà svolgere in maniera più incisiva il proprio ruolo di guida della società. È possibile che a questo venga attribuito il potere di nomina di un membro del consiglio di amministrazione, o che sia attribuito il potere di veto all'amministratore nominato dall'incubatore su alcune questioni, possono inoltre essere previsti canali comunicativi tra consiglio di amministrazione e incubatore allo scopo di coinvolgere questo nelle decisioni gestorie di maggiore rilevanza.

⁽²²⁾ La disciplina in materia di società innovative ha previsto a favore di chi investe nelle *start up* innovative e nelle PMI innovative agevolazioni fiscali nella forma della deduzione dall'imponibile Ires e della detrazione Irpef a seconda che il soggetto che investe sia una persona fisica o giuridica. Pur essendo infatti al momento di gran lunga più diffuso l'investimento in tali società da parte di fondi di investimento o incubatori, quindi da imprese esercitate in forma collettiva, esistono casi di investimento da parte di persone fisiche, quali

L'investimento in capitale di rischio da parte di investitori privati professionisti, siano esse persone fisiche o giuridiche, in Italia appare essere ancora molto meno diffuso di quanto non sia nei Paesi anglosassoni e nel resto d'Europa, sia per una oggettiva difficoltà del capitalismo italiano a base familiare di aprirsi a soci esterni, che per la mancanza di un numero elevato di tale categoria di investitori ⁽²⁴⁾. È però un dato difficilmente contestabile che tale modalità di finanziamento si presenta come intrinsecamente efficiente e difficilmente sostituibile per lo sviluppo e la crescita in particolare di piccole e medie imprese.

In primo luogo, in ragione del fatto che l'investimento in capitale di rischio (da chiunque effettuato) permette alle società finanziate, a fronte dell'apertura della compagine societaria a nuovi soci, di ottenere un'iniezione di risorse finanziarie sotto forma di conferimento, senza essere gravate da un obbligo di restituzione, come nel caso in cui invece ottenessero solo un prestito. I vantaggi sono di immediata evidenza soprattutto per le società innovative in fase iniziale del proprio sviluppo, le quali si caratterizzano ancor più di altre per flussi di cassa negativi.

Vi è soprattutto un ulteriore aspetto, ancor più decisivo. Il finanziamento attraverso la partecipazione al capitale di rischio di persone fisiche e giuridiche delle *start up* e PMI innovative, posto in essere da investitori, quali *business angels* ⁽²⁵⁾ e fondi di *venture capital* ⁽²⁶⁾, comporta ricadute

business angels come pure persone appartenenti alla cerchia familiare e amicale dei soci investitori.

⁽²³⁾ L'art. 1, comma 66, della l. 232/2016 stabilizza ed estende alla PMI innovative le stesse detrazioni e deduzioni fiscali previste art. 29 d.l. 179/2012 a favore delle persone fisiche e giuridiche che vogliono investire nel capitale sociale di tali società. Tali agevolazioni, concepite nel disegno originario del legislatore quali misure a carattere temporaneo di durata triennale, sono divenute strutturali a partire dal 2017 con l. 232/2016 (la c.d. legge di stabilità 2017). Le aliquote sopra indicate sono state incrementate per l'anno 2019, dal 30% al 40%, dalla l. 145/2018 (la c.d. legge di bilancio 2019), all'art. 1, comma 218. La disposizione da ultimo citata ha altresì previsto che nei casi di acquisizione dell'intero capitale sociale di *start up* innovative da parte di soggetti passivi dell'imposta sul reddito delle società, diversi da imprese *start up* innovative, le predette aliquote sono incrementate, sempre per l'anno 2019, dal 30% al 50%, a condizione che l'intero capitale sia acquisito e mantenuto per almeno tre anni.

⁽²⁴⁾ Per contro, si registra una maggiore diffusione di tale tipologia di investimento in contesti caratterizzati da normative finanziarie più avanzate, in cui il mercato del lavoro è più flessibile e il sistema pensionistico privato è capillarmente diffuso. Va però sottolineato come, a livello nazionale, sebbene storicamente tale tipologia di investimento abbia avuto dimensioni che potremmo definire esigue, come sottolineato dalla Commissione Europea nello *Small Business Act* del 2012, si notano negli ultimi anni, anche grazie al quadro normativo introdotto, significativi incrementi sia del numero di transazioni che dell'ammontare di capitale investito, arrivato nel 2018 a superare per la prima volta i 550 milioni di euro. Cfr. <https://www.primaonline.it/2018/12/27/282724/startup-nel-2018-investiti-560-milioni-in-italia/>.

⁽²⁵⁾ Giova sottolineare che nel presente lavoro l'espressione *business angels* viene utilizzata in senso diverso e non perfettamente coincidente con la definizione che ne dà l'art. 1, comma 1, lett. m-undecies, del Tuf, introdotto dall'art. 1, comma 217 della l. n. 145/2018, di "investitori a supporto dell'innovazione che hanno investito in maniera diretta o indiretta

positive sia nell'immediato, in ragione del fatto che tali soggetti sono per loro natura propensi ad investire in imprese i cui stadi di sviluppo e i relativi settori di mercato sono a più alto rischio rispetto a quelli tradizionalmente presidiati dal credito bancario; sia in un'ottica di medio-lungo periodo, perché l'investimento da parte di tali soggetti prepara le società a raggiungere, prima e meglio di altre, la strada dei mercati ufficiali (27).

una somma pari ad almeno euro 40.000 nell'ultimo triennio". Ci si riferisce pertanto nel presente lavoro ai *business angels* quali soggetti privati che, generalmente, effettuano un finanziamento sotto forma di conferimento nella fase embrionale di sviluppo della società stessa, caratterizzata da maggiore incertezza ed un più elevato rischio imprenditoriale, ossia in quelle fasi dette di *seed* e *start up*, indipendentemente dalle somme investite. I *business angels* sono soggetti che operano esclusivamente con capitale proprio, non raccolgono capitale presso terzi e non sono tenuti a garantire rendimenti minimi, questo li spinge ad essere maggiormente propensi al rischio. Essi hanno interesse ad acquisire una partecipazione nelle nuove società con un alto potenziale di sviluppo e successivamente a monetizzare la plusvalenza attraverso la cessione della loro partecipazione. Si tratta di persone che dispongono di mezzi finanziari da investire in nuove esperienze imprenditoriali, anche se significativamente più limitati di quelli di cui dispongono veicoli di investimento e fondi di *venture capital*, e che sono in possesso di ampie conoscenze ed esperienze nel settore, oltre che di una rete di contatti evoluta. Questi soggetti vengono definiti come investitori informali, in quanto l'incontro con tale tipologia di investitori avviene attraverso canali non ufficiali, sulla base di conoscenze personali, nelle fasi iniziali di vita dell'impresa. In argomento, v. KOTHA-GEORGE, *Friends, family, or fools: entrepreneur experience and its implications for equity distribution and resource mobilization*, in *J. Bus. Ventur.*, 2012, 525 ss.

(26) Il *venture capital* è una attività di investimento posta in essere da fondi di investimento in favore di società di nuova costituzione, generalmente non quotate, con un alto valore tecnologico ed innovativo e con un alto potenziale di crescita, effettuata con l'obiettivo della valorizzazione dell'impresa oggetto dell'investimento, ai fini della sua dismissione entro un periodo di tempo medio-breve. A fronte dell'investimento compiuto, infatti, il *venture capitalist* acquista una partecipazione al capitale sociale della società e realizza il suo profitto nel momento della cessione a terzi della propria partecipazione. Il *venture capital* grazie alla sua attività di *scouting* è in grado di intravedere opportunità di investimento in nuove imprese innovative con un elevato potenziale di crescita che invece gli investitori tradizionali non sono in grado di cogliere. Cfr. BERTONI, COLOMBO, GRILLI, *Finanziamento tramite venture capital e crescita delle giovani imprese high tech: un'analisi longitudinale sul ruolo della tipologia di investitore*, in *Riv. degli economisti*, 2010, fasc. 3, p. 110. Il fenomeno del *venture capital* appare essere di fondamentale importanza per lo sviluppo di un ecosistema imprenditoriale innovativo. Il soggetto investitore diviene, in virtù del proprio investimento in capitale di rischio della società, un socio a tutti gli effetti il cui interesse alla massimizzazione della partecipazione è allineato all'interesse degli altri soci. Generalmente, l'investimento da parte dei *venture capitalist* nel capitale delle società, pur realizzandosi nella fase iniziale del processo di crescita di tali società, si posiziona tuttavia in una fase che riguarda la "commercializzazione dell'innovazione", ossia la fase in cui la società si è già costituita e ha già iniziato la propria attività economica. Nella primissima fase di sviluppo invece le imprese (non solo) innovative necessitano di finanziamenti che provengono da altri soggetti che si inseriscono nella filiera del sostegno all'innovazione, come per esempio: gli incubatori di impresa e i *business angels* che operano secondo modalità parzialmente diverse. Sugli incubatori di *start up* innovative v. il paragrafo 2 del presente lavoro.

(27) L'investimento è infatti in questi casi limitato nel tempo, con un orizzonte temporale ben definito. Cfr. ARDIZZONE, *Fondi di private equity e riflessi giuridici nella gestione e nella struttura delle PMI*, in *Società a responsabilità limitata, piccola e media impresa, mercati finanziari: un mondo nuovo?*, Atti del convegno di Courmayeur 14-15 settembre 2018, a cura di Montalenti e Notari, Milano, Giuffrè, 2020, 170. Più in generale, v. SCHMIDT, *Convertible Securities and Venture Capital Finance*, in *J. Finance*, 2003, 1139 ss.; GILSON, *Engineering a Venture Capital Market: Lessons from the American Experience*, in *Stanford*

Oggetto di incentivazione, e dunque di agevolazione, nella disciplina in materia di imprenditoria innovativa sono i finanziamenti effettuati da persone fisiche e da persone giuridiche sotto forma di capitale di rischio, fino all'ammontare massimo indicato nel testo della norma, così come da ultimo modificato (fino ad un massimo di euro 1.800.000 per gli investimenti effettuati da persone giuridiche e fino ad un massimo di euro 1.000.000 per quelli effettuati da persone fisiche).

I limiti individuati dalla disposizione normativa si prestano ad alcune osservazioni, poiché l'ottica incentivante della disposizione deve essere valutata dal punto di vista della rilevanza del limite individuato rispetto ai diversi profili di investimento dei soggetti indicati. In questo senso, è fuori di dubbio che gli investitori accolgano con favore qualunque misura che incrementi il ritorno sull'investimento. Tuttavia, diverso, e non sempre automatico, è il conseguimento del principale obiettivo sistemico che il legislatore si pone rispetto ad ogni nuova politica di incentivazione, e cioè un cambiamento positivo dei comportamenti dei soggetti che possono usufruire dei benefici delle norme proposte.

Alla luce di quanto sopra, il limite massimo individuato per gli investitori individuali appare significativo, sia in relazione all'ammontare, che rispetto allo specifico profilo di investimento in capitale di rischio su società innovative. È quindi ragionevole immaginare che si possa generare un incremento della allocazione di capitale di rischio per investimenti su questa "asset class".

Diversamente, il limite individuato per le persone giuridiche appare: innanzitutto, limitato in termini di capienza; in secondo luogo, potenzialmente poco attrattivo per alcune tipologie di investitori.

Infatti, se l'agevolazione indicata dal legislatore speciale, sia per ammontare che per impatto, può orientare le società industriali di dimensioni medio piccole ad un incremento degli investimenti su società innovative, è invece probabile che non generi le stesse conseguenze positive in termini di incremento di investimenti da parte di società industriali di grandi dimensioni e soprattutto della gran parte degli investitori istituzionali in capitale di rischio che, pur ovviamente accogliendo con favore l'agevolazione prevista e acquisendone i benefici, difficilmente modificheranno il proprio orientamento verso questo segmento di investimento in conseguenza di tale misura.

Oggetto di agevolazioni sono gli investimenti effettuati nella forma di conferimenti in denaro ⁽²⁸⁾, realizzati sia in sede di costituzione di società

Law Review, 2003, 1067; HELLMANN, *Theory of Strategic Venture Investing*, in *Journal of Financial Economics*, 2002, 285.

⁽²⁸⁾ Le disposizioni agevolative si applicano a qualsiasi conferimento in denaro effettuato dai soci a fronte della sottoscrizione di quote di capitale sociale delle società innovative, senza limitare l'applicazione della disposizione alla sottoscrizione delle sole partecipazioni

che, successivamente, in sede di aumento di capitale sociale ⁽²⁹⁾, i quali vengono iscritti alla voce del capitale sociale o della riserva da sovrapprezzo delle quote delle società innovative, a condizione che l'investimento sia mantenuto in società per un periodo di almeno tre anni ⁽³⁰⁾. Non possono costituire oggetto di agevolazione invece gli apporti a qualunque altro titolo effettuati, iscritti in altre voci del patrimonio netto, diverse dal capitale sociale e dalla riserva da sovrapprezzo, mentre vi rientrano certamente i finanziamenti derivanti dalla conversione di strumenti finanziari partecipativi in quote del capitale sociale delle società innovative ⁽³¹⁾.

Infatti, sebbene la norma contenuta all'art. 26, comma 7, del d.l. 179/2012 non contenga una espressa disposizione circa la possibilità che gli strumenti finanziari emessi dalle società innovative in forma di s.r.l. possano essere convertiti in quote di capitale sociale, essa lascia un ampio spazio all'autonomia statutaria per tutto quanto attiene ai diritti patrimoniali accordabili ai possessori di strumenti finanziari, compatibilmente, naturalmente, con i vincoli previsti dal sistema.

Pertanto, nulla osta all'assegnazione di un diritto di conversione di tali strumenti in quote di futura emissione, come del resto accade anche nelle società per azioni, che appare quindi assolutamente lecito e compatibile con i vincoli posti dalla normativa generale e speciale ⁽³²⁾. Naturalmente,

dotate dei diritti di voto. Ai fini della crescita dimensionale delle società innovative e del loro affrancamento dai tradizionali canali bancari, i diritti amministrativi che le partecipazioni al capitale attribuiscono ai loro sottoscrittori sono del tutto ininfluenti.

⁽²⁹⁾ Il finanziamento realizzato dall'investitore allorché avvenga *durante societate*, implica che debba essere deliberato il relativo aumento di capitale sociale con esclusione del diritto di opzione spettante ai soci. La società in procinto di stipulare un aumento di capitale sociale stipula con il terzo finanziatore un contratto con il quale questo si impegna a sottoscrivere interamente l'aumento di capitale sociale. Possono altresì essere inserite in tali accordi di finanziamento clausole con le quali la società si impegna a corrispondere un indennizzo all'investitore qualora le partecipazioni emesse con l'aumento di capitale sociale non presentino le caratteristiche originariamente garantite o quando si siano verificati eventi inaspettati e sfavorevoli.

⁽³⁰⁾ L'investimento deve essere mantenuto per almeno 3 anni, altrimenti si decade dal beneficio con l'obbligo di recuperare a tassazione quanto dedotto maggiorato degli interessi in misura legale. Si decade altresì dal beneficio fiscale se si verifica: *i*) la cessione, anche parziale, a titolo oneroso, delle partecipazioni ricevute in cambio dei conferimenti agevolati; *ii*) la riduzione di capitale nonché la ripartizione di riserve o altri fondi costituiti con sovrapprezzi di emissione delle azioni o quote delle società innovative o delle società che investono prevalentemente in società innovative; *iii*) il recesso o l'esclusione dei soci investitori; *iv*) la perdita di uno dei requisiti previsti dalla normativa sulle società innovative.

⁽³¹⁾ La pratica di acquistare strumenti finanziari partecipativi da convertire in un momento successivo in partecipazioni della società è ormai ampiamente diffusa con riferimento alle società per azioni. Per le ragioni indicate nel testo essa deve considerarsi ammissibile anche con riferimento agli strumenti finanziari emessi dalle società innovative in forma di s.r.l. Si consideri altresì che l'emissione di strumenti finanziari convertibili consente agli investitori in capitale di rischio di convertire tali strumenti in una partecipazione sociale in un momento successivo, quando cioè dispone degli elementi necessari per valutare il potenziale di crescita dell'impresa innovativa.

⁽³²⁾ La possibilità di convertire strumenti finanziari partecipativi in azioni di società per azioni, pur non essendo espressamente prevista da alcuna norma del codice civile, è

in caso di conversione di strumenti finanziari in quote rappresentative di capitale sociale, la società deve deliberare l'aumento del capitale sociale per un ammontare corrispondente alle quote da attribuire in conversione.

Uno degli aspetti più interessanti della norma agevolativa contenuta nella disciplina in materia di società innovative riguarda i soggetti destinatari dell'agevolazione finanziaria. La formula utilizzata dalla norma è volutamente molto ampia: possono beneficiare delle detrazioni e deduzioni le persone fisiche soggette all'Irpef e le persone giuridiche soggette all'Ires, ad eccezione delle società innovative e degli incubatori certificati di *start up* innovative, allo scopo di evitare il fenomeno della detassazione a catena.

A norma dell'art. 73 del TUIR, sono soggetti passivi Ires: le società di capitali, gli enti pubblici e gli enti privati, diversi dalle società, nonché i *trust* residenti nel territorio dello Stato che hanno, come oggetto esclusivo o principale, l'esercizio di attività commerciale; gli enti pubblici e privati, diversi dalle società, nonché i *trust*, residenti nel territorio dello Stato che non hanno come oggetto l'esercizio di attività commerciale; le società e gli enti di qualsiasi tipo, compresi i *trust*, con o senza personalità giuridica, non residenti nel territorio dello Stato. A tal fine si considerano residenti le società e gli enti che per la maggior parte del periodo d'imposta hanno la sede legale o la sede dell'amministrazione o l'oggetto principale nel territorio dello Stato.

Tali soggetti sono beneficiari delle agevolazioni fiscali sia nel caso di investimento diretto nel capitale sociale della società innovativa come pure di investimento effettuato in via indiretta, effettuato cioè in quote o partecipazioni di organismi di investimento collettivi del risparmio (OICR) o di società che a loro volta investono prevalentemente nel capitale sociale delle società innovative⁽³³⁾. Il requisito della prevalenza sussiste se, al termine del periodo di imposta in cui è stato fatto l'investimento, l'intermediario qualificato detiene azioni o quote di società innovative in misura almeno pari al 70% del valore complessivo dei propri investimenti in strumenti finanziari. Per valore si intende il costo di acquisto di titoli al lordo di eventuali svalutazioni.

In tal modo, il legislatore speciale è riuscito a ricomprendere tutte le varie tipologie di investitori presenti sul mercato che possono essere

considerata una prerogativa lecita. Dal punto di vista sistematico, la circostanza che il legislatore codicistico consenta la conversione delle obbligazioni, aventi per definizione un contenuto finanziario in senso stretto (debito), induce a ritenere che, a maggior ragione, ciò debba reputarsi possibile con riferimento agli strumenti finanziari partecipativi che hanno o possono avere un contenuto partecipativo o ibrido, più vicino al contenuto dei titoli azionari. Il ragionamento vale naturalmente anche con riferimento alle quote di società a responsabilità limitata.

⁽³³⁾ SANDRELLI, *Raccolta di capitali e attività di investimento. Note sulla nozione di « organismo di investimento collettivo di risparmio » a seguito dell'attuazione della direttiva sui fondi alternativi*, in *Riv. soc.*, 2015, 396 ss.; CIAN, *I Fia: osservazioni e interrogative dal punto di vista del quadro di mercato e delle imprese finanziate*, in *B.b.t.c.*, 2017, I, 293 ss.

interessati e, dunque, incentivati ad investire risorse nel capitale di rischio di società innovative: veicoli di investimento in forma societaria appositamente costituiti, *holding* di investimento, organismi di investimento collettivo del risparmio nella forma di fondi di investimento, armonizzati e non, a lungo termine, e in forma di società, come le Sicav e le Sicaf, le Sis, gli investitori istituzionali, come pure le società industriali che decidono di investire in società innovative, nonché gli enti pubblici economici e non.

Per quanto riguarda le persone fisiche, ai sensi dell'art. 2 del Tuir, sono soggetti passivi Irpef coloro che risiedono nel territorio italiano per i redditi ovunque prodotti e coloro che non sono ivi residenti limitatamente ai soli redditi prodotti sul territorio italiano. Si tratta normalmente di soggetti che posseggono conoscenze specifiche del settore, oltre ad una adeguata provvista finanziaria personale (c.d. *business angels*) ovvero di soggetti appartenenti alla cerchia di amici e famigliari dei fondatori ⁽³⁴⁾.

Generalmente, almeno nell'esperienza statunitense delle imprese innovative, i *business angels* e le persone appartenenti alla cerchia di amici e famigliari dei fondatori investono nella iniziale fase di avviamento del progetto imprenditoriale, mentre investitori persone giuridiche quali fondi di *venture capital* e di *private equity* entrano nella successiva fase di espansione e, eventualmente, in quella finale che precede la quotazione in borsa. Sono anche molto diverse le percentuali di capitale sociale sottoscritte dalle diverse figure di investitori professionali. Pur trattandosi sempre di quote di minoranza, nel caso delle persone fisiche, in particolare di *business angels*, la percentuale detenuta si attesta intorno al 2-3% del capitale sociale, mentre nel caso di fondi di *venture capital* e *private equity* la percentuale detenuta raramente supera il 20-25% del capitale sociale.

Acquisendo quote di capitale di rischio, l'investitore diviene un vero e proprio socio; da ciò consegue che, almeno per tutto il periodo in cui questo mantiene il proprio investimento in società, gli interessi dell'investitore e quelli della società oggetto dell'investimento sono allineati: la possibilità per colui che investe nella società innovativa di ottenere un guadagno dipende *in primis* dalla crescita dell'impresa e quindi dalla capacità di questa di generare valore.

Gli investitori in capitale di rischio si fanno dunque carico al pari degli altri azionisti del rischio di impresa. Pur acquisendo, come detto, partecipazioni di minoranza, è molto frequente che ai fondi di *venture capital* e *private equity* vengano attribuiti diritti speciali concernenti l'amministrazione, quali il potere decisorio esclusivo su alcune materie, diritti di veto riguardanti, per esempio, la cessione di talune partecipazioni (es. le parte-

⁽³⁴⁾ Cfr. AGSTENER, CAPIZZI, GIUDICI, *Business Angels, Venture Capital e la nuova s.r.l.*, in *Orizzonti dir. Comm.*, 2020, 415-416; v. anche CHESBROUGH, *Open Innovation: The New Imperative for Creating and Profiting from Technology*, Boston, 2003.

cipazioni dei soci fondatori), la nomina di uno o più membri del CdA, a cui può essere attribuito un diritto di approvazione e/o veto su specifici argomenti. Frequente è altresì l'attribuzione in capo all'investitore di diritti patrimoniali ulteriori rispetto a quelli che verrebbero attribuiti dall'entità della partecipazione, quali soprattutto diritti di priorità o di preferenza sulla quota in caso di liquidazione e diritti che consentano di mantenere inalterato il proprio peso in società o il valore della propria quota, a discapito dei soci fondatori che vedono correlativamente diminuiti i propri poteri di indirizzo e controllo e il valore delle proprie quote societarie a favore degli investitori.

L'ingresso in società di soci estranei alla originaria compagine societaria può rappresentare indubbiamente un beneficio per la società innovativa, ma, come anticipato in precedenza, esso rappresenta altresì un cambio di vita radicale per le imprese, una discontinuità rispetto al regime proprietà-controllo in senso tradizionale, basato sui rapporti familiari. L'acquisizione di quote di capitale sociale da parte di investitori professionali determina il passaggio da un modello di *corporate governance* auto-referenziale, caratterizzato da opacità informativa, discrezionalità decisionale, bassa dialettica interna e assenza di una valutazione esterna verso un modello opposto che espone al giudizio e alla valutazione esterni. Tutto questo ha un costo, non economico, ma rappresenta la via per la transizione verso modelli di crescita più robusti dal punto di vista strategico e organizzativo.

In tale contesto, la possibilità riconosciuta dalla disciplina speciale anche alle società innovative in forma di s.r.l. di emettere quote serializzate, dotate di diritti diversi, il cui contenuto può essere liberamente determinato dall'atto costitutivo, consente di convogliare anche verso tale tipologia societaria l'investimento in capitale di rischio da parte di investitori professionali, al pari di come accade con riferimento alle azioni di categoria nelle società azionarie. Anche il modello della s.r.l. diventa uno strumento adatto ad attrarre un'ampia varietà di soci, con caratteristiche diverse e con diverse propensioni al rischio, nelle diverse fasi di vita dell'impresa innovativa.

Non si ravvisano ostacoli, dunque, alla attribuzione anche a *venture capitalist* o *business angels* di categorie di quote, anche serializzate, dotate di diritti particolari sotto il profilo amministrativo (come, per esempio, quote a voto maggiorato che permettano a tali soggetti di far sentire il proprio peso in assemblea relativamente a determinati argomenti) e patrimoniale (come, per esempio, quote che accordino una *liquidation preference*)⁽³⁵⁾.

⁽³⁵⁾ Nelle società in cui siano coinvolti numerose tipologie di soci investitori, la struttura proprietaria e finanziaria diviene più complessa man mano che la società cresce ed

Il valore aggiunto apportato dall'investimento di investitori privati professionisti trova il suo massimo riscontro soprattutto nella primissima fase del ciclo di vita delle imprese innovative, in cui maggiori sono le asimmetrie informative e i costi di agenzia⁽³⁶⁾. Nei primi stadi di sviluppo è infatti molto alta l'incertezza legata all'effettiva bontà del progetto imprenditoriale dell'impresa partecipata ed è proprio in tale fase che l'investitore specializzato può portare il suo massimo contributo nella pianificazione strategica⁽³⁷⁾. Tuttavia, l'investimento da parte di investitori specializzati rappresenta una modalità di finanziamento per le imprese innovative anche in fasi successive del proprio ciclo di sviluppo e nulla impedisce che questa possa coesistere con altre e diverse forme di investimento in capitale di credito, es. il *crowdfunding*, come pure di debito.

La formulazione della norma contenuta nell'art. 29 del d.l. 179/2012 nella versione attualmente in vigore non limita, dal punto di vista temporale, la possibilità di beneficiare delle agevolazioni per i conferimenti effettuati laddove questi restino entro i limiti di valore indicati. In questo modo, gli investitori possono beneficiare delle agevolazioni fiscali anche nel caso in cui intendano articolare nel tempo il finanziamento (finanziamento per *milestone*), ipotesi questa solitamente preferita perché consente di non proseguire con ulteriori finanziamenti nel caso in cui lo sviluppo del progetto imprenditoriale non dovesse procedere come ipotizzato e al contrario di incentivare il finanziatore con nuovi apporti ove venissero raggiunti determinati obiettivi di prestazione⁽³⁸⁾.

L'acquisto della partecipazione da parte degli investitori privati professionisti avviene nell'ottica di una successiva liquidazione della stessa: il soggetto investitore acquista già la partecipazione societaria con l'intenzione di uscire dalla compagine societaria con la cessione delle proprie

è facile che in simili contesti possano crearsi situazioni di conflitto fra soci i cui interessi non siano del tutto allineati. In simili situazioni, la negoziazione fra i soci rappresenta lo strumento principale per prevedere e regolare *ex ante* il più ampio numero possibile di situazioni di conflitto. Tuttavia, poiché nelle *start up* gli equilibri e gli interessi possono mutare in maniera estremamente rapida e imponderabile, gli amministratori si trovano comunque a dover gestire delicate situazioni di conflitto, soprattutto ove l'eterogeneità d'interessi all'interno della compagine sociale sia molto marcata. Il consiglio di amministrazione diventa quindi, idealmente, il luogo nel quale devono essere composti tutti conflitti tra i soci che l'autonomia privata non è stata in grado di prevenire. Per un approfondimento del tema e delle possibili soluzioni che l'ordinamento societario presenta, si rinvia *amplius* a TULLIO, (nt. 2), 119 e ss.

⁽³⁶⁾ Infatti, se assistito da adeguate regole contrattuali, il finanziamento in capitale di rischio è meno esposto ai problemi di incertezza, asimmetria informativa e opportunismo. Cfr. TULLIO, (nt. 2), 113.

⁽³⁷⁾ BARTLETT, *Venture Capital, Agency Costs and the False Dichotomy of the Corporation*, in 54 *UCLA Law Review*, 37.

⁽³⁸⁾ La tecnica di articolare il finanziamento in diversi e successivi *round*, oltre a ridurre il rischio dell'investimento dell'investitore, consente di rafforzare in capo all'imprenditore gli incentivi a gestire la *start up* in maniera efficiente e nell'interesse comune, astenendosi da comportamenti opportunistici; infatti, dalla decisione del *venture capitalist* di investire ulteriori risorse nei *round* successivi dipende la sopravvivenza della *start up*.

partecipazioni ad un terzo entro un arco temporale di durata medio-breve. Non a caso la norma contenuta nell'art. 29 del d.l. 179/2012 richiede per la concessione dell'agevolazione che l'investimento venga mantenuto in società per almeno tre anni. Durante questo periodo di tempo, lo scopo dell'investitore è quello di procedere alla massima valorizzazione della società allo scopo di realizzare, al momento dell'*exit*, una plusvalenza (c.d. *capital gain*). L'*exit* degli investitori può realizzarsi in diversi modi: l'ipotesi di migliore prospettiva riguarda il caso in cui la società abbia raggiunto un certo grado di maturità e i soci abbiano deciso di quotarla su di un mercato regolamentato o in un sistema multilaterale di negoziazione⁽³⁹⁾. L'investitore in tale ipotesi potrà negoziare la propria partecipazione sul mercato organizzato.

Nel caso in cui la quotazione non sia un'opzione percorribile per le più diverse ragioni, le partecipazioni della società potranno essere cedute a terzi con una contrattazione privata oppure possono essere acquistate dai soci stessi. Proprio allo scopo di accrescere il corrispettivo ritraibile dall'alienazione delle partecipazioni, è frequente l'inserimento negli accordi di investimento o addirittura nello statuto di clausole di co-vendita, nella forma di una clausola di accodamento (*tag-along*) o di trascinamento (*drag-along*), le quali possono garantire il trasferimento della totalità delle partecipazioni o, per lo meno, del controllo della società⁽⁴⁰⁾.

Pur riconoscendone i benefici e le potenzialità, l'investimento in capitale di rischio realizzato da investitori privati professionisti può assumere talvolta un contenuto piuttosto oneroso per i soci fondatori delle imprese oggetto di finanziamento, soprattutto per ciò che riguarda la fase di *exit*, a fronte di un investimento economicamente piuttosto contenuto da parte di fondi di *venture capital* o di persone fisiche.

Ciò è dovuto soprattutto alla mancanza di un mercato maturo del *venture capital* in Italia e alla presenza di pochi operatori che operano in reale concorrenza fra loro e che conseguentemente consente a tali operatori

⁽³⁹⁾ Sulle modalità di realizzazione dell'*exit*, v. GILOTTA, *Il disinvestimento tramite quotazione: opportunità e limiti*, in AGE, 2021, 360.

⁽⁴⁰⁾ Con la prima, si stabilisce che qualora una parte, per esempio il socio investitore, decida di vendere la propria partecipazione a favore di un terzo, le altre parti saranno obbligate a loro volta a cedere le proprie partecipazioni alle medesime condizioni e al medesimo prezzo pattuiti tra alienante e acquirente, ovvero alle condizioni pattuite nel patto di co-vendita iniziale. Tale clausola costituisce una garanzia ed un'agevolazione all'*exit* del socio in quanto questi può disporre della totalità o quasi delle partecipazioni, attribuendo al terzo acquirente il controllo della società. Con la seconda, si prevede che qualora i soci fondatori ricevano un'offerta e decidano di vendere la propria quota, il resto della compagine sociale deve essere posta nella condizione di vendere a sua volta alle medesime condizioni e al medesimo acquirente del socio uscente. Tale clausola soccorre i soci investitori che hanno acquisito una partecipazione di minoranza in società garantiti dall'identità qualitativa del socio di controllo. In argomento, v. DE LUCA, *Vengo anch'io: no tu no. Tre lustri di clausole di accodamento e trascinamento*, in AGE, 2021, 329.

di porre in essere contratti di investimento sbilanciati a favore degli investitori.

Anche per questa ragione, il ventaglio di possibili forme di finanziamento di cui possono beneficiare le società innovative offerta dalla disciplina di recente introdotta rappresenta una importante possibilità di scelta per i soci fondatori che non potrà che generare conseguenze positive per le singole imprese e per il sistema economico nel suo complesso.

4. *L'equity based crowdfunding: un nuovo modello di finanziamento.*

Tra le misure di sostegno all'imprenditoria innovativa introdotte nel nostro ordinamento per la prima volta con il Decreto Crescita *bis* ⁽⁴¹⁾, vi è lo strumento dell'*equity based crowdfunding*, una modalità di investimento attraverso la partecipazione al capitale di rischio che vede il coinvolgi-

⁽⁴¹⁾ Nel tempo si è assistito ad un progressivo ampliamento dell'estensione della disciplina in materia di *crowdfunding*. Originariamente, tale forma di finanziamento è stata introdotta nell'ordinamento italiano limitatamente alle *start up* innovative ad alto valore tecnologico con il Decreto Crescita *bis* che al suo art. 30, con una tecnica normativa "a cascata", ha introdotto nel Testo Unico della finanza gli artt. 50-*quinquies* e 100-*ter*. È stato altresì emanato uno specifico regolamento dalla Consob, adottato nella sua prima versione con delibera n. 18592 del 26 giugno 2013. Essendo note, soprattutto alla dottrina economica, le potenzialità di crescita e sviluppo che tale strumento poteva avere, l'*equity crowdfunding* è stato esteso anche ad altre realtà imprenditoriali con l'art. 4 del d.l. "Crescita 3.0" o *Investment Compact* n. 3/2015 del 24 gennaio 2015 (convertito con l. 33/2015). Per effetto di tale decreto, il ricorso all'*equity crowdfunding* non risultava più circoscritto alle sole società che si trovavano nella fase iniziale della propria esistenza e in una prospettiva di crescita nell'ambito di un regime temporaneo, ma lo si è esteso ad altri soggetti, quali le PMI innovative, gli organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR) o le altre società di capitali (SICAV) che investono prevalentemente in *start up* innovative ed in PMI innovative. Alla luce di tale evoluzione normativa, la Consob ha ritenuto necessario adeguare il Regolamento alle nuove disposizioni, modificandolo con delibera n. 19520 del 24 febbraio 2016. In un'ottica di ulteriore estensione della disciplina è intervenuta in epoca più recente la l. n. 232 dell'11 dicembre 2016, c.d. l. di stabilità 2017 che, all'art. 1, comma 70, ha previsto la possibilità di ricorrere all'*equity crowdfunding* per tutte le piccole e medie imprese, nonché per gli OICR e per le società di capitali che investono prevalentemente in PMI. Correlativamente, l'art. 57, comma 1, del d.l. 50 del 2017 ha esteso a tutte le piccole e medie imprese costituite in forma di s.r.l. le deroghe al diritto societario già previste per le *start up* innovative, compresa la possibilità di offrire le proprie quote al pubblico anche attraverso portali *on line*. Il decreto legislativo 3 luglio 2017, n. 112 di revisione della disciplina in materia di impresa sociale ha esteso la disciplina sulla raccolta di capitali *on line* anche alle imprese sociali, quando costituite in forma di società di capitali o di società cooperativa (limitazione conseguente alla tipologia di partecipazioni che possono essere offerti attraverso portali). Successivamente è intervenuto in materia il d. lgs. 129/2017, entrato in vigore dal 3 gennaio 2018 che ha previsto ulteriori modifiche al Tuf. Da ultimo si segnala l'art. 1, comma 238, della l. 145/2018 che ha introdotto nel nostro ordinamento il *debt crowdfunding*, modificando anche il testo del Regolamento. Sono così ammesse anche le offerte sui portali aventi ad oggetto obbligazioni e titoli di debito, purché ciò avvenga nel rispetto dei limiti quantitativi imposti dalle relative discipline di diritto comune e sia destinata ad investitori professionali o a particolari categorie di investitori individuate dalla Consob.

mento diretto degli investitori che sottoscrivono una quota del capitale sociale della società emittente, divenendo così parte attiva del rischio di impresa ⁽⁴²⁾.

L'*equity based crowdfunding* rappresenta una modalità di reperimento di risorse finanziarie diversa dai tradizionali canali di approvvigionamento di capitale di rischio (es. *venture capital* e *business angels*) ⁽⁴³⁾, sia perché essa vede la partecipazione prevalente di investitori non professionali, sia per il fatto che la raccolta di capitali avviene mediante il coinvolgimento diretto degli stessi investitori, i quali possono scegliere autonomamente il progetto imprenditoriale che intendono finanziare. Si tratta, a ben guardare, di una forma innovativa di investimento in capitale di rischio soprattutto per le società innovative costituite in forma di s.r.l., le quali, come già detto, erano state delineate dalla Riforma del 2003 come società chiuse a ristretta base sociale e a cui era preclusa l'offerta al pubblico di proprie quote.

L'idea di fondo sulla quale si sviluppa il fenomeno dell'*equity crowdfunding* è, infatti, quella di creare una forma di finanziamento proveniente dal basso, ossia dalla folla di possibili investitori che allocano ciascuno esigue somme di denaro nel capitale di rischio di piccole e medie imprese, attraverso l'utilizzo di piattaforme *web*, che svolgono una funzione di intermediazione, mettendo in contatto i finanziatori con i soggetti finanziati. In tale modalità di acquisizione di risorse finanziarie, viene meno l'essenzialità della funzione intermediatrice della banca, sostituita dalla presenza di un rapporto (più o meno ⁽⁴⁴⁾) diretto tra i titolari della

⁽⁴²⁾ Sebbene oggi sia possibile per una società innovativa offrire al pubblico degli investitori anche titoli di debito, in questa sede si intende porre l'attenzione sul fenomeno dell'*equity crowdfunding*, essendo oggetto del presente capitolo lo studio delle diverse forme di finanziamento in capitale di rischio che la disciplina in materia di società innovative ha messo a disposizione di tali società.

⁽⁴³⁾ Il *crowdfunding* è una nuova forma di finanziamento all'insegna di una maggiore democratizzazione e del coinvolgimento diretto dei risparmiatori. Si tratta di forma di finanziamento delle imprese e, allo stesso tempo, per i *crowdfunders*, è una forma di investimento finanziario. Al pari di qualsiasi altro investimento, anche il *crowdfunding* presenta una serie di rischi e di preoccupazioni (es. l'inesperienza degli investitori, il fallimento della piattaforma), tuttavia, una adeguata regolamentazione e una puntuale protezione dell'investitore possono trasformare il *crowdfunding* in una importante forma di finanziamento in grado di contribuire alla creazione di nuove opportunità di lavoro, alla crescita economica delle imprese e ad incrementare la loro competitività.

⁽⁴⁴⁾ L'offerta al pubblico di quote di partecipazione al capitale sociale delle società innovative realizzata mediante la modalità dell'*equity crowdfunding* presuppone l'intermediazione dei "portali per la raccolta di capitali", non potendo essere posta in essere direttamente dalla società emittente. Si tratta quindi della forma più disintermediata di raccolta di capitali, guardando il fenomeno dal punto di vista di un emittente, e, nello stesso tempo, di un modello di investimento diretto, se invece la prospettiva è quella degli investitori. E altresì da sottolineare come nella disciplina nazionale nell'ambito del *crowdfunding* continuino a svolgere un ruolo molto significativo gli attori tradizionali dell'intermediazione finanziaria. Gli artt. 50-*quinquies* e 100-*ter* del Tuf, unitamente al Regolamento Consob adottato con la delibera 20204 del 29 novembre 2017, impongono, infatti, il coinvolgimento di un interme-

domanda e dell'offerta di credito e dall'uso della rete, la cui potenza rende più efficace e capillare la raccolta del capitale di rischio.

Nelle aree di *common law*, l'*equity crowdfunding* ha avuto un grande riscontro tra il pubblico dei risparmiatori, più abituati ad operare sui mercati in contesti normativi meno interventisti. Dopo un inizio piuttosto stentato, negli ultimi anni tale fenomeno ha registrato anche in Europa e in Italia ⁽⁴⁵⁾ una diffusione via via crescente, anche se occorre tenere presente che in termini assoluti si tratta di un fenomeno che, almeno nel nostro Paese, ha ancora dimensioni piuttosto contenute.

Diverse sono le ragioni che hanno portato ad una progressiva e sempre maggiore diffusione del fenomeno. Un ruolo importante in questo senso è rappresentato dal fatto che si tratta di una modalità di finanziamento in capitale di rischio che può essere utilizzata in una qualunque delle fasi di vita dell'impresa, e soprattutto nella fase iniziale in cui le società innovative non hanno la possibilità di accedere ad un finanziamento di debito, non disponendo delle necessarie garanzie né di un *cash flow* stabile e prevedibile. L'unica condizione necessaria e imprescindibile per poter ricorrere ad una campagna di *equity crowdfunding* è, infatti, che il progetto imprenditoriale sia già arrivato a maturazione e che si sia concretizzato nella costituzione di una società, presupponendo una deliberazione di aumento di capitale sociale e un successivo collocamento sul mercato delle quote di capitale emesse ⁽⁴⁶⁾.

diario abilitato alla prestazione dei servizi di investimento ai fini del perfezionamento e dell'esecuzione delle operazioni di investimento concluse tramite i portali *on line*, anche nell'ipotesi in cui lo stesso sia gestito da soggetti iscritti nell'apposito registro tenuto dalla Consob. In questo senso, v. in dottrina anche ACCETTELLA e CIOCCA *Emittente e portale nell'equity based crowdfunding*, in *Giur. comm.*, 2017, 237 e ss.; ACCETTELLA, *Il collocamento degli strumenti finanziari*, Milano, 2013.

⁽⁴⁵⁾ Anche in ambito europeo, proprio per tutte le ragioni a cui si accennava nel testo, è aumentato recentemente l'interesse per tale tipologia di finanziamento delle imprese, anche se la mancanza di norme comuni tra i vari Paesi membri impedisce al *crowdfunding* di espandersi oltre i confini nazionali e lo rende ancora una realtà territoriale. Proprio l'esigenza di avere un mercato unico e transazionale del *crowdfunding* ha spinto la Commissione europea a pubblicare nel marzo del 2018 una proposta di Regolamento relativo ai fornitori europei di servizi di *crowdfunding* per le imprese che, qualora venisse adottato, creerebbe un passaporto europeo per le imprese per le piattaforme di *crowdfunding* che vogliono operare in uno o più Paesi europei. Si tratta di un'azione regolamentare che uniforma le regole di protezione degli investitori e della gestione dei portali per quelle piattaforme che decidessero di abbandonare la licenza nazionale per ottenere la licenza rilasciata dall'autorità europea per i mercati finanziari (la Proposta di Regolamento è disponibile all'indirizzo <https://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/1/2018/IT/COM-2018-115-F1-IT-MAIN-PART-1.PDF>). La proposta di Regolamento, che mira ad ampliare l'accesso ai finanziamenti per le imprese non quotate in borsa, si pone in linea con la priorità che la Commissione si è prefissa per creare una unione dei mercati dei capitali (CMU), ovvero un vero mercato unico per i servizi finanziari dedicato ai consumatori mediante l'introduzione di condizioni operative uniformi per le imprese all'interno dell'Unione europea.

⁽⁴⁶⁾ Per un approfondimento in materia di *equity crowdfunding* in dottrina si vedano i contributi di DENTAMARO, *Le offerte condotte esclusivamente sul portale e gli strumenti a diretta tutela dell'investimento non professionale*, in *Riv. dir. imp.*, 2017, 539 e ss.; LAUDONIO,

Tale modalità di finanziamento consente inoltre ai soci fondatori di raccogliere risorse finanziarie tra il pubblico senza dover necessariamente cedere, anche parzialmente, la *governance* societaria. Infatti, le campagne di *crowdfunding* mirano a raccogliere un ammontare complessivo di finanziamento che in termini assoluti piuttosto contenuto nel suo ammontare complessivo e i *crowdfunders* tendenzialmente acquistano ciascuno quote di partecipazioni al capitale sociale di valore piuttosto esiguo. Inoltre, i soci fondatori possono mantenere la maggioranza dei diritti di voto e patrimoniali dell'emittente, offrendo quote di capitale serializzate a socialità non piena, dotate cioè di diritti a contenuto amministrativo differenziati *in minus* rispetto a quelli riservati ai soci fondatori dell'emittente (nella generalità dei casi vengono offerte quote senza diritto di voto o a voto limitato al di sotto di un certo ammontare di investimento ⁽⁴⁷⁾) come pure agli investitori professionali.

Un altro aspetto interessante è rappresentato dal fatto che l'*equity*

Le altre facce del Crowdfunding, in *Dir. Banca e mer. finanz.*, 2017, 261 e ss.; ACCETTELLA e CIOCCA, (nt. 44), 238; CAGNASSO, *La s.r.l. italiana e le nuove possibilità di finanziamento tramite il crowdfunding. Profili concernenti l'arbitrato e le camere arbitrali*, in *NDS* 2017, 2417 e ss.; PIGNOTTI, *La nuova disciplina italiana dell'equity based crowdfunding*, in *Riv. dir. imp.*, 2016, 559 e ss.; CAPELLI, *L'equity based crowdfunding e la c.d. dematerializzazione delle quote di s.r.l.*, in *Osserv. dir. civ. e comm.*, 2016, 537 e ss.; FREGONARA, *Il Restyling del Regolamento Consob in tema di equity crowdfunding*, in *NDS*, 2016, 6, 33 e ss.; ID., *La start-up innovativa*, Milano, Giuffrè, 2013; ID., *L'equity based crowdfunding: un nuovo modello di finanziamento per le start up innovative*, in *Giur. it.*, 2016, 2287; LAMBERTI, *The financing to new companies: peculiarities of innovative start up companies and the equity based crowdfunding in Italy*, in *NDS*, 2015, 2, 23 e ss.; OTTOLIA, *L'equity crowdfunding tra incentivi al reperimento di capitale di rischio per start up innovative e responsabilità*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2014, I, 49 s.; PASSADOR, *Crowdfunding: tra profili di adeguatezza ed appropriatezza e profili di applicabilità all'aumento di capitale*, in *BIS*, 2015, 287 e ss.; GUACCERO, *La start up innovativa in forma di società a responsabilità limitata: raccolta del capitale di rischio ed equity crowdfunding*, in *B.b.t.c.*, 2014, I, 709; ALVISI, *Equity crowdfunding: uno sguardo comparatistico*, in *Riv. dir. banc.*, 3, 2014; BOLLETTINARI, *Il crowdfunding: la raccolta del capitale tramite piattaforme on-line nella prassi e nella recente legislazione*, in *NDS*, 2013, fasc. 2, 9; CRUCIL, *La disciplina dell'equity crowdfunding in Italia: emanato il Regolamento Consob sulla raccolta di capitali di rischio da parte di start-up innovative*, in *Riv. soc.*, 2013, 1058; CULICCHI, *Prime considerazioni sul nuovo regolamento CONSOB in tema di equity crowdfunding*, in *Riv. dir. banc.*, 7, 2013; FERRARINI, *I costi dell'informazione societaria per le PMI: mercati alternativi, « crowdfunding » e mercati privati*, in *A.G.E.*, 2013, 215; MANZI, *Il fenomeno del crowdfunding e del social lending: caratteristiche operative e profili contrattuali*, in CAPRIGLIONE (a cura di), *I contratti dei risparmiatori*, Giuffrè, 393; PIATTELLI, *Il crowdfunding in Italia*, Torino, Giappichelli, 2013, *passim*; TROISI, *Crowdfunding e mercato creditizio: profili regolamentari*, in *Contr. impr.*, 2014, 519; VITALI, *Equity crowdfunding: la nuova frontiera della raccolta del capitale di rischio*, in *Riv. soc.*, 2014, 371 ss.; sull'applicazione dell'*equity based crowdfunding* nei casi non espressamente disciplinati nel decreto Crescita bis, si rinvia a PINTO, *L'equity based crowdfunding in Italia al di fuori delle fattispecie regolate dal "Decreto Crescita"*, in *Società*, 2013, 818; per una critica all'approccio settoriale del crowdfunding limitato alle società innovative, cfr. ANNUNZIATA, *PMI, quotazione, crowdfunding*, in Atti del XXIX convegno di Studi su *I modelli di impresa societaria fra tradizione e innovazione nel contesto europeo*, Courmayeur, 18-19 settembre 2015, reperibile su www.fondazionecourmayeur.it.

⁽⁴⁷⁾ Si tratta di dati contenuti nel rapporto annuale (pubblicato a luglio 2019) dell'Osservatorio del Politecnico di Milano.

crowdfunding è una modalità di reperimento di risorse finanziarie che può coesistere con altre forme di finanziamento sia in capitale di debito che di rischio. Con riferimento a tale ultimo aspetto, la prassi internazionale dimostra come l'esito positivo di una campagna di *crowdfunding* possa rappresentare un titolo distintivo per la società in vista di possibili future necessità di raccolta da altri intermediari attivi nel processo di finanziamento delle *start up*, come per esempio *venture capital* e *business angels*. In merito, è utile ricordare come uno dei fattori critici di successo di questi investitori istituzionali sia la capacità di costruire un *deal flow* autonomo e ricco di possibili opportunità di investimento. A tale scopo, le piattaforme di *crowdfunding* generano una preziosa fonte di informazioni e di fatto svolgono una funzione di analisi preliminare per investitori interessati a fasi più avanzate e per importi maggiori.

La sollecitazione all'investimento realizzata nella forma del *crowdfunding*, pur rappresentando un'ipotesi di offerta al pubblico, è sorretta da uno statuto autonomo che devia rispetto alla disciplina generale in materia contenuta nel Tuf. Le peculiarità della sollecitazione mediante portali riguardano i soggetti legittimati alla presentazione dell'offerta degli strumenti finanziari, la dimensione quantitativa dell'offerta, ma anche il fatto che essa comporti la necessaria presenza di una nuova realtà organizzata: i portali *on line* ⁽⁴⁸⁾.

L'organizzazione della sottoscrizione ed eventualmente della successiva rivendita degli strumenti finanziari offerti con *crowdfunding* avviene necessariamente per il tramite di piattaforme *web*, le quali hanno quale finalità esclusiva quella di facilitare il reperimento di capitali da parte di

⁽⁴⁸⁾ I portali *on line* per la raccolta di capitali possono essere gestiti unicamente da due categorie di soggetti: i gestori di diritto, detti anche istituzionali, e i gestori autorizzati, soggetti, cioè, iscritti in un apposito registro tenuto dalla Consob, a condizioni che questi ultimi trasmettano gli ordini riguardanti la sottoscrizione e la compravendita di strumenti finanziari rappresentativi di capitale, esclusivamente, a banche, Sim, imprese di investimento UE, imprese di paesi terzi diverse dalle banche, OICR. I gestori autorizzati non sono intermediari finanziari: essi operano in regime di esenzione, ex art. 3, par. 1, della Direttiva Mifid, che — come noto — consente agli Stati membri la possibilità di escludere l'applicazione della disciplina sui servizi di investimento per i soggetti che svolgono esclusivamente l'attività di ricezione e trasmissione ordini, non detengono fondi o titoli appartenenti ai clienti e che, nell'ambito della prestazione di tali servizi, sono autorizzati a trasmettere gli ordini soltanto agli intermediari autorizzati, a condizione che le attività di tali soggetti siano regolamentate a livello nazionale. Gli intermediari abilitati, invece, per il solo fatto di essere autorizzati alla prestazione dei relativi servizi di investimento, possono occuparsi anche della fase della conclusione del contratto di sottoscrizione e acquisto di strumenti finanziari. Ad essi è, infatti, consentita non solo l'attività di ricezione e trasmissione ordini, ma altresì — laddove incaricati dalla società emittente — l'attività di perfezionamento degli ordini di acquisto. Con riferimento ad ogni offerta al pubblico, ciascun emittente sceglie la piattaforma che preferisce per veicolare la propria offerta. La relazione che si instaura tra il gestore del portale e la società emittente è quindi una relazione di natura contrattuale. Il contenuto del contratto intercorrente tra le parti è però in gran parte sottratto all'autonomia delle parti e affidato ad una regolamentazione esterna incentrata sulla protezione dell'investitore/piccolo risparmiatore, oltre che soggetto terzo rispetto al contratto tra il gestore del portale e l'emittente.

piccole e medie imprese (e di imprese sociali), nonché di organismi di investimento collettivo del risparmio e di società che investono prevalentemente in piccole e medie imprese. Nelle dinamiche dell'investimento, i portali assumono il ruolo di canali facilitatori del contatto tra le parti dello stesso, disponendo le regole e l'ambiente in cui le parti possono operare. Essi non sono impegnati in alcuna attività di abbinamento di domanda e offerta di strumenti finanziari, non essendo, con ogni evidenza, *species* del *genus* sedi di negoziazione, ma svolgono un'attività ausiliaria rispetto all'abbinamento della domanda e dell'offerta di capitali.

L'offerta al pubblico di strumenti finanziari veicolata tramite piattaforme *on line* differisce dal paradigma generale dell'offerta al pubblico anche per il fatto di essere esentata dall'obbligo di presentazione e pubblicazione del prospetto informativo in favore di un sistema più snello di informazioni.

La scelta è stata dettata probabilmente dalla consapevolezza che il prospetto informativo rappresenta un fattore inibitorio. Nonostante i recenti interventi legislativi nazionali ed europei volti a semplificarne le modalità di redazione, esso resta ancora un documento di difficile comprensione per una diffusa platea di investitori.

Per quanto riguarda la dimensione quantitativa, l'offerta pubblicata sui portali *web* non può superare il limite di otto milioni di euro, anche quanto l'offerta venga segmentata in più *tranches* e veicolata tramite più portali.

Ciò si desume chiaramente dall'art. 34-ter, comma 4, lett. c) del Regolamento emittenti, il quale stabilisce che l'esenzione dalla disciplina generale in materia di offerte al pubblico opera per tutte le offerte presentate dal medesimo emittente per un ammontare complessivo di otto milioni di euro, calcolato su un periodo di dodici mesi e aventi ad oggetto il medesimo prodotto.

Il tetto massimo degli otto milioni di euro opera però unicamente nell'ipotesi in cui l'offerta al pubblico di strumenti finanziari sia veicolata tramite i portali di *equity crowdfunding*, che, però, non rappresentano l'unica modalità attraverso cui le società innovative anche in forma di s.r.l. possono sollecitare l'investimento in proprie quote di capitale sociale. In questo senso, è chiaro il testo dell'art. 100-ter, comma 1-bis, Tuf., il quale prescrive che, in deroga all'art. 2468, comma 1, c.c., le quote di partecipazione in piccole e medie imprese costituite in forma di società a r.l. possono costituire oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari anche (ma non solo) attraverso i portali per la raccolta di capitali.

Se, dunque, l'offerta di prodotti finanziari realizzata dalle società innovative in forma di s.r.l. può avvenire *anche* attraverso i portali per la raccolta di capitali, se ne deduce che questa modalità non esaurisce le

forme di offerta al pubblico di prodotti finanziari a cui tali società possono ricorrere ⁽⁴⁹⁾.

Conseguentemente, laddove la società innovativa a responsabilità limitata decida di veicolare l'offerta al pubblico di proprie quote tramite i canali tradizionali, la disciplina applicabile sarà quella generale propria delle offerte al pubblico di strumenti finanziari di cui al Capo I del Titolo II della Parte IV (artt. 94 e ss.), con la precisazione che, in tali casi, si potranno avere due diverse alternative: *i*) che l'offerta al pubblico rientri in una causa di esenzione dalla disciplina speciale, vuoi in ragione del limite quantitativo richiamato o di qualsiasi altro motivo, ai sensi dell'art. 100 comma 1 del d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 e del Regolamento Prospetto; *ii*) ovvero che non ricorra alcuna causa di esenzione e quindi l'offerta sia soggetta al regime di cui all'art. 94 e ss., incluso l'obbligo di predisporre il prospetto informativo ⁽⁵⁰⁾.

Oggetto di offerta sui portali sono gli strumenti finanziari rappresentativi di capitale di rischio. A norma dell'art. 2 del Regolamento *crowdfunding*, sono da ricomprendersi sia le azioni che le quote di partecipazione al capitale sociale. Considerato che le società innovative, siano esse *start up* come pure PMI, possono costituirsi in forma di società a responsabilità limitata, il riferimento alle quote rappresentative di capitale è diretto ad includere le quote di s.r.l.. L'art. 26 del d.l. 179/2012 è esplicito nel derogare al principio generale di cui all'art. 2468 c.c., secondo cui le quote di capitale di s.r.l. non possono essere oggetto di offerta al pubblico di quote, considerato fino a quel momento uno dei capisaldi della disciplina in materia di s.r.l.

Viene così consentito che anche le quote di partecipazione al capitale delle società innovative in forma di s.r.l. possono costituire oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari ⁽⁵¹⁾.

⁽⁴⁹⁾ L'art. 26, comma 5, del d.l. 179/2012, consentendo che le quote di s.r.l. possono essere oggetto di offerta al pubblico, introduce una deroga al regime di diritto comune previsto per le società a responsabilità limitata. La disposizione in parola ha certamente un effetto eversivo sulla disciplina in materia di società a responsabilità limitata, in quanto travolge aspetti tipologici del modello citato. In argomento v. anche DENTAMARO, (nt. 46), 558.

⁽⁵⁰⁾ Il vincolo all'ammontare complessivo dell'offerta posto dall'art. 100-ter, comma 1, Tuf., opera solo nel caso in cui l'offerta venga veicolata *esclusivamente* tramite i portali *on line*, e non invece allorquando l'offerta venga veicolata tramite i canali tradizionali. Pertanto, nell'ipotesi in cui l'offerta fosse veicolata cumulativamente, vuoi tramite i suddetti portali che per il tramite di canali tradizionali, allora la norma citata non può che interpretarsi nel senso che il limite opererebbe solo per la quota parte veicolata tramite portali. Del resto, le ragioni del vincolo all'ammontare complessivo dell'offerta risiedono nella necessità di tutelare gli interessi degli investitori *retail*, tenuto conto della intrinseca rischiosità della modalità *on line* dell'offerta. Tale esigenza permane anche nel caso di offerta di strumenti finanziari veicolati cumulativamente con riferimento alla parte veicolata tramite i portali *on line*.

⁽⁵¹⁾ La disposizione di cui all'art. 26 del d.l. 179/2012 è fortemente innovativa nel suo contenuto solo per quanto riguarda gli emittenti in forma di s.r.l.. Non mi pare infatti sia revocabile in dubbio che tutte le società per azioni avrebbero potuto offrire le proprie azioni

Le società innovative a responsabilità limitata potranno dunque accedere al mercato dei capitali, offrendo al pubblico tramite *crowdfunding* quote di partecipazione al proprio capitale, ordinarie o standardizzate ⁽⁵²⁾, al pari di qualsiasi altra società di capitali, transitando così verso quei modelli societari che consentono l'ampliamento dei canali di raccolta del capitale di rischio ⁽⁵³⁾.

L'offerta al pubblico realizzata dalle società innovative tramite portali *on line* avente ad oggetto capitale di rischio deve riguardare azioni o quote, secondo il Regolamento *crowdfunding* (art. 2, comma 1, lett. *h*), con esclusione degli strumenti finanziari diversi dai titoli rappresentativi di capitale sociale. L'offerta sui portali da parte delle società innovative s.r.l. è un'offerta in sottoscrizione, nel caso in cui essa riguardi azioni/quote di nuova emissione, o, eventualmente, in vendita, nel caso in cui essa concerna invece strumenti finanziari già emessi.

Per quanto l'*equity crowdfunding* concerna principalmente il mercato primario, non si può escludere che oggetto di offerta al pubblico possa essere anche la vendita di quote già emesse.

Tale interpretazione sembra data per presupposta da una serie di disposizioni, alcune di rango primario contenute nel Tuf, altre in norme di rango secondario contenute nel Regolamento *crowdfunding* ⁽⁵⁴⁾. Più nel dettaglio, si segnala come depongano in questo senso tanto l'art. 50 *quinquies*, comma 2, Tuf, che contiene un riferimento anche agli ordini di

al pubblico utilizzando portali *on line* anche prima della riforma in materia di *equity crowdfunding*.

⁽⁵²⁾ È opportuno precisare che la categorizzazione delle quote non è necessaria affinché esse vengano offerte al pubblico, dal momento che è certamente possibile offrire al pubblico anche quote partecipative ordinarie, analoghe in tutto e per tutto a quelle tradizionalmente emesse dalle s.r.l. Anzi, è interessante notare come alcune tra le principali piattaforme di *equity crowdfunding* in Italia abbiano pubblicato esclusivamente offerte aventi ad oggetto quote tradizionali (es. la piattaforma *StarsUp*), come invece altre abbiano veicolato offerte miste, aventi ad oggetto diverse tipologie di quote (es. *Mamacrowd*). Si registra tuttavia una maggiore tendenza delle imprese ad offrire quote categorizzate e diversamente modulate nei diritti che esse attribuiscono ai titolari. È di tutta evidenza infatti come la facoltà concessa all'autonomia statutaria di prevedere diverse categorie di quote permette di plasmare al meglio l'offerta al pubblico al fine di realizzare il miglior risultato possibile in termini di raccolta di capitale di rischio.

⁽⁵³⁾ La disciplina speciale disegna quindi la struttura patrimoniale, finanziaria e partecipativa della piccola e media impresa in forma di s.r.l. (non solo innovativa) come fortemente appiattita su quella della s.p.a., allo scopo evidentemente di agevolare l'investimento in tali società caratterizzate perlopiù da una cronica sottocapitalizzazione.

⁽⁵⁴⁾ Sebbene l'art. 100-ter comma 1 del Tuf affermi testualmente che "*Le offerte al pubblico condotte attraverso uno o più portali per la raccolta di capitali possono avere ad oggetto soltanto la sottoscrizione di strumenti finanziari emessi da piccole e medie imprese*", le numerose altre disposizioni, sia di rango primario che regolamentare, indicate nel testo inducono a ritenere che tali portali potrebbero operare quali luoghi di acquisto di strumenti finanziari funzionali tanto al mercato primario che a quello secondario, e che ad essi possano accedere sia la società in caso di aumento di capitale sociale a pagamento, per veicolare offerte finalizzate alla dotazione di capitale di rischio, che i singoli soci e la società per operazioni di disinvestimento delle proprie partecipazioni.

compravendita, che l'art. 100-ter, comma 2-bis, lett. a) del Tuf, che si riferisce anche agli acquirenti che abbiano aderito all'offerta tramite portali e non solo ai sottoscrittori. Una ulteriore conferma in questo senso viene dall'art. 24 comma 1, lett. a) del Regolamento *crowdfunding* che contempla tanto un'ipotesi di sottoscrizione che di acquisto di strumenti finanziari attraverso il portale.

A quanto sopra, si aggiunga la considerazione secondo cui l'offerta di strumenti finanziari tramite portali *on line* è una *species* del *genus* di offerta al pubblico ai sensi degli artt. 94 e ss. del Tuf, che, come noto, prevede che questa possa avere ad oggetto sia l'acquisto che la sottoscrizione di prodotti finanziari, e per quanto l'offerta tramite portali possa essere soggetta ad uno statuto autonomo, ne condivide i tratti essenziali.

Se si conviene con tale conclusione, occorre chiarire se vi sia anche in caso di eventuale successiva rivendita di *securities* tramite portali un limite quantitativo per l'offerta. Sarei orientata per una risposta positiva e a considerare il limite massimo di otto milioni di euro come condizione imprescindibile allorché l'offerta al pubblico di strumenti finanziari venga veicolata tramite portali di *crowdfunding*, sia cioè quando essa concerna titoli offerti sia in sottoscrizione che in vendita. Poiché la *ratio* del vincolo quantitativo è da ravvisarsi nella intrinseca pericolosità per le offerte di maggiore entità e nella conseguente necessità di applicare per esse una disciplina più stringente, a cominciare dall'obbligo del prospetto, ragioni di coerenza sistematica impongono che tale limite operi anche nel caso di successiva rivendita mediante i portali *on line* di azioni o quote già emesse⁽⁵⁵⁾.

Il ricorso all'*equity crowdfunding* comporta l'apertura al mercato della società a responsabilità limitata e l'ingresso in società di una pluralità di soci investitori, per lo più investitori al dettaglio. La possibilità offerta alle società innovative in forma di s.r.l. di creare categorie di quote risulta particolarmente utile alle società che decidono di aprirsi al mercato, al pari di come accade nelle società per azioni. Infatti, tale possibilità consente alle

⁽⁵⁵⁾ L'interpretazione proposta nel testo sembra imposta da ragioni di coerenza sistematica, sebbene il limite quantitativo di euro otto milioni sia richiamato solo nell'art. 100-ter, comma 1, Tuf, che — come noto — si riferisce alla sola offerta in sottoscrizione di strumenti finanziari. Contraria a quella espressa nel testo sembra invece l'opinione di GUACCERO, (nt. 46), 710 e ss., il quale ritiene che il tenore della norma dell'art. 100-ter comma 1 sia tale da consentire che le offerte sui portali *on line* abbiano ad oggetto soltanto la sottoscrizione di strumenti finanziari emessi e che, conseguentemente, solo queste siano soggette al limite quantitativo prefissato. L'interpretazione dell'a. muove dalla convinzione che la *ratio* della disciplina sia quella di assoggettare ad una regolamentazione speciale solo le offerte direttamente funzionali alla dotazione di capitali di rischio della società, mentre le operazioni svolte sul mercato secondario, non essendo funzionali a tale dotazione, dovrebbero essere oggetto della disciplina ordinaria di offerta al pubblico. Simile è altresì l'opinione di ACCETTELLA e CIOCCA (nt. 44), 252, i quali ritengono che un'offerta di prodotti finanziari già emessi tramite portali non sarebbe illegittima, ma l'operazione non costituirebbe in senso stretto *crowdfunding* e non sarebbe pertanto assoggettata alla relativa disciplina.

imprese di emettere categorie di quote, i cui diritti e prerogative siano articolati e modulati secondo le esigenze e le aspettative degli investitori che le imprese intendono sollecitare all'investimento. La serializzazione delle partecipazioni e la standardizzazione dei diritti che esse attribuiscono facilitano altresì lo scambio delle quote in un (eventuale) mercato secondario, agevolando l'individuazione del loro contenuto e la determinazione del loro valore, in assenza di un mercato regolato di riferimento.

Sebbene la categorizzazione delle quote sia naturalmente preordinata all'apertura al mercato delle società a r.l., tuttavia essa non ne rappresenta una condizione necessaria. In altri termini, poiché la deroga contenuta nell'art. 26 del d.l. 179/2012 all'art. 2468 c.c. ha una valenza di carattere generale, ne discende che, in linea teorica, possano costituire oggetto di offerta al pubblico attraverso i portali *on line* anche le quote tradizionali di s.r.l. a socialità piena.

Gli spazi di cui godono le società innovative nella declinazione del contenuto delle partecipazioni al capitale sociale sono quindi decisamente ampi; oltre alla possibilità di emettere categorie di quote dotate di diritti diversi, in *maius* come pure in *minus*, non si può dimenticare che esse possono, al pari delle s.r.l. tradizionali, attribuire diritti speciali ad uno o più soci. La tecnica basata sulla oggettivizzazione delle quote si aggiunge alla possibilità da sempre prevista di prevedere diritti *ad personam*, magari ancorandoli al possesso di una determinata percentuale di capitale sociale.

In questo modo, è possibile bilanciare gli interessi diversi dei soci, non solo dosando i diritti ad essi attribuiti, ma anche scegliendo lo strumento più opportuno tra quote categorizzate dotate di diritti speciali o quote tradizionali con diritti particolari, senza ricorrere a schemi definibili *a priori*, ma affidando all'autonomia statutaria di ciascuna società il delicato compito di bilanciare gli interessi dei diversi soci, dosando i diritti che esse attribuiscono.

In questo senso, le quote sottoscritte da investitori professionali, la cui presenza è indispensabile ai fini del perfezionamento dell'investimento tramite *crowdfunding*, avranno necessariamente un contenuto diverso rispetto a quelle invece sottoscritte dagli investitori *retail*, così come diversi potranno essere i diritti di *voice* a seconda dell'entità dell'investimento effettuato.

5. (segue) *Le quote delle società innovative e la disciplina del mercato secondario.*

Le quote rappresentative di capitale sociale emesse dalle società innovative a responsabilità limitata, siano esse *start up* o PMI, possono essere oggetto di offerta al pubblico tramite i portali di *crowdfunding* ovvero, al

pari di ogni altro emittente, tramite i canali tradizionali (direttamente o mediante intermediari collocatori). La possibilità di derogare all'art. 2468, comma 1, c.c. e di offrire al pubblico le proprie quote era una facoltà riservata originariamente solo alle società innovative, estesa successivamente a tutte le s.r.l., purché rientranti nei limiti dimensionali della definizione di PMI di cui alla Raccomandazione 2003/361/CE. L'art. 100-ter, comma 1-bis, del Tuf, nella sua attuale formulazione, prevede, infatti, che in deroga a quanto stabilito dall'art. 2468, comma 1, c.c., le quote di partecipazione di PMI costituite in forma di s.r.l. possono costituire oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari, anche attraverso portali per la raccolta di capitali.

Le medesime società possono altresì procedere all'emissione di una o più categorie di quote standardizzate ed omogenee, ex art. 26 del d.l. 179/2012 e ex art. 57 del d.l. 50/2017, di uguale valore e che conferiscono uguali diritti.

La deroga al precetto di cui all'art. 2468 c.c., che costituiva un caposaldo della disciplina in materia di società a responsabilità limitata, e la possibilità di emettere quote categorizzate inducono l'interprete ad una necessaria riflessione sulla natura giuridica delle quote di s.r.l. PMI. In tale mutato contesto normativo, l'interrogativo che ci si deve porre è se, avendo la quota acquisito una indubbia vocazione alla circolazione sui mercati dei capitali, essa sia o meno uno strumento finanziario.

La risposta non può che essere positiva ⁽⁵⁶⁾. Anzi, a mio modo di vedere le quote serializzate emesse dalle società a responsabilità limitata PMI, al pari delle azioni e delle obbligazioni, fanno parte di quella più ristretta categoria di strumenti finanziari che sono i valori mobiliari, per l'equivalenza alle azioni cui fa riferimento la lett. a) dell'art. 1, co. 1-bis, Tuf, secondo il quale sono valori mobiliari le azioni di società e altri titoli equivalenti ad azioni di società, che possono essere negoziati sui mercati dei capitali.

Gli elementi che accomunano le quote di società a r.l. PMI alle azioni di società sarebbero, da un lato, la loro idoneità a formare oggetto di negoziazione sul mercato dei capitali, intesa questa come possibilità di trasferire mediante accordo tanto la proprietà del valore mobiliare sottoscritto o ceduto che la legittimazione ad esercitare i diritti in esso incorporati ⁽⁵⁷⁾; e dall'altro, il fatto che le quote appartengano ad un insieme

⁽⁵⁶⁾ Nel senso del testo, v. SANTORO, *Tentativi di sviluppo di un mercato secondario delle quote di società a responsabilità limitata*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2020, fasc. 1, 28.

⁽⁵⁷⁾ Il requisito della negoziabilità non è definito da alcuna disposizione normativa né in ambito nazionale né in ambito europeo. In dottrina esso viene interpretato come idoneità astratta dello strumento finanziario a formare oggetto di transazione sul mercato, a prescindere dalle modalità o dalle procedure con cui si svolgono le singole operazioni di scambio. V. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2020, 96; ONZA-SALAMONE, *Prodotti*,

omogeneo di prodotti finanziari, essendo la standardizzazione di questi funzionale alla loro negoziabilità sul mercato dei capitali.

In qualche modo, tale interpretazione sembra essere data per acquisita dagli artt. 50-*quinquies* e 100-*ter* Tuf, i quali considerano oggetto degli ordini veicolati tramite portali *on line* gli strumenti finanziari rappresentativi del capitale di rischio, senza operare alcuna distinzione tra s.r.l. e s.p.a., mostrando in tal modo di utilizzare i termini *strumenti finanziari* nel significato fatto proprio dal Tuf. Nel medesimo senso, si esprime anche la definizione di strumenti finanziari rappresentativi del capitale di rischio contenuta all'art. 2, lett. *h*) del Regolamento Consob che li definisce come: “*le azioni o le quote rappresentative del capitale sociale o degli OICR, oggetto delle offerte al pubblico condotte attraverso portali*”.

Da quanto sopra, discende che le quote di s.r.l. PMI possono essere considerate quali valori mobiliari, ma solo allorquando esse presentino entrambi i requisiti della standardizzazione e della negoziabilità sui mercati dei capitali ⁽⁵⁸⁾.

La qualificazione delle quote di s.r.l. come sopra individuate quali valori mobiliari determina un'importante conseguenza. La s.r.l. PMI può ricorrere al mercato per la raccolta dei capitali di rischio, mediante canali mai utilizzati fino ad ora, diventando un'emittente i cui strumenti finanziari sono ammessi in un sistema multilaterale di negoziazione o in un mercato di crescita, ai sensi degli artt. 61, comma 1, lett. *g*), e 69 Tuf ⁽⁵⁹⁾. In caso di negoziazione delle quote delle s.r.l. PMI in una delle sedi di negoziazione, è necessario e imprescindibile che esse vengano assoggettate al regime di dematerializzazione presso un depositario centrale.

Non va però dimenticato che l'ammissione alle negoziazioni su sistemi multilaterali e sui mercati di crescita richiede pur sempre requisiti dimensionali che la gran parte delle PMI non posseggono e comporta costi di negoziazione, di *governance* e di informativa che sono difficili da soste-

Strumenti finanziari, valori mobiliari, in *B.b.t.c.*, 2009, I, 570 s.; CUSA, *Le quote di s.r.l. possono essere valori mobiliari*, in *Riv. soc.*, 2019, 680; NOTARI, *Analisi de iure condendo delle varianti organizzative delle s.r.l. (start up innovative, PMI innovative e PMI): problemi aperti e prospettive evolutive*, in ODCC, 2019, 245. Le direttive MiFID non forniscono neppure una definizione di mercato dei capitali, che viene interpretato dalla dottrina come locuzione più ampia del mercato regolamentato. Il mercato dei capitali alluderebbe pertanto ad un luogo di scambio più ampio delle sedi di negoziazione in senso stretto. In argomento, v. DE MARI, *Equity crowdfunding. PMI non quotate e mercati secondari: una lacuna da colmare?*, in *Mercati e Finanza*, 2019.

⁽⁵⁸⁾ Nel senso del testo, v. CORSO, *Le s.r.l. “aperte” al mercato tra governance societaria e diritti dei soci investitori*, Giuffrè, 2021, 38.

⁽⁵⁹⁾ Una s.r.l. PMI non potrebbe invece mai diventare una società quotata *ex art.* 119 Tuf come pure un emittente strumenti finanziari che, ancorché non quotati in mercati regolamentati italiani, siano diffusi tra il pubblico in misura rilevante *ex art.* 116, comma 1, Tuf. Tali preclusioni derivano infatti dall'impossibilità di rappresentare le quote di s.r.l. come azioni, in forma del divieto di cui all'art. 2468, comma 1, c.c. in cui si prevede che le quote non possono essere rappresentate da azioni.

nere ⁽⁶⁰⁾. È quindi ragionevole ipotizzare che quand'anche dovesse condividersi l'opinione secondo cui le s.r.l. PMI possano emettere valori mobiliari e possano accedere alla negoziazione su MTS, per le ragioni indicate, poche saranno le società propense ad accedere a tale opportunità.

La mancanza di un mercato secondario dove disinvestire quote di società innovative rappresenta allora una criticità non banale e, soprattutto, determina un forte disincentivo alla sottoscrizione di questi titoli da parte di investitori al dettaglio attraverso portali, che così aggiungono alla loro intrinseca rischiosità il carattere dell'illiquidità.

In mancanza di un mercato secondario in cui poter scambiare le quote, la possibilità di smobilizzo dell'investimento effettuato in società innovative a r.l. dipende principalmente dalle capacità dell'investitore di identificare attraverso negoziazioni private un acquirente al quale poter trasferire i propri strumenti finanziari ⁽⁶¹⁾. Tale aspetto non può certo dirsi di secondaria importanza e con ogni evidenza rappresenta un serio ostacolo alla diffusione del *crowdfunding* ⁽⁶²⁾.

Per tale ragione, il legislatore ha previsto diverse disposizioni di rango sia primario che secondario che cercano di risolvere il problema del disinvestimento delle partecipazioni acquisite tramite portali *on line* dagli investitori *retail*.

Una prima disposizione volta a favorire il disinvestimento è contenuta nell'art. 24, comma 1, lett. a) del Regolamento *crowdfunding*, che, in attuazione di quanto disposto dall'art. 100-ter, comma 2, del Tuf., impone alle imprese che ricorrono alle offerte al pubblico sui portali *on line* di prevedere nel proprio statuto un diritto di co-vendita o, alternativamente, un diritto di recesso in favore dei sottoscrittori dell'offerta, per l'ipotesi di successivo trasferimento a terzi del controllo della società.

Il diritto di uscita è attribuito ai soci di minoranza che non siano identificabili con gli investitori professionali a prescindere dalla percen-

⁽⁶⁰⁾ Con riferimento ai mercati di crescita, va ricordato che il regolamento AIM Italia prevede la possibilità di quotare strumenti finanziari diversi dalle azioni, pur avendo cura di specificare nella parte introduttiva come tale mercato sia dedicato prioritariamente agli strumenti azionari. In dottrina, cfr. ANNUNZIATA, *Il recepimento di MiFID II: uno sguardo di insieme tra continuità e discontinuità*, in *Riv. soc.*, 2018, 1100 ss.; CIAN, *Le sedi negoziazione diverse dai mercati regolamentati*, in *Studium iuris*, 2019, 454.

⁽⁶¹⁾ V. BONCRISTIANO, *La tutela dell'investitore nel crowdfunding*, in *Modelli e tecniche di tutela dell'investitore, Dal consumerismo alla finanza comportamentale*, (a cura di Bertani, Lorizio, Motti, Milano, 2019, 97 e ss.

⁽⁶²⁾ La carenza di liquidità e di un mercato secondario delle partecipazioni sono segnalate tra i principali rischi dell'investimento effettuato nei portali online v. COMMISSIONE UE, *Crowdfunding in the EU — Exploring the added value of potential EU action*, 3 ottobre 2013 e il successivo parere ESMA, *Opinion on investment — based Crowdfunding*, 18 dicembre 2014, 9; ANNUNZIATA, *Strumenti di raccolta a sostegno delle PMI: OICR specializzati e Initial coin offering*, in A.A.V.V., *Società a responsabilità limitata, piccola e media impresa, mercati finanziari: un mondo nuovo*, Atti del Convegno di studi, Courmayer 14-15 settembre 2018, Milano, 2020, 145.

tuale di capitale sociale da essi sottoscritta, ma può essere limitato temporalmente, purché la durata complessiva non sia inferiore a tre anni dalla conclusione dell'offerta.

La previsione di un diritto statutario di uscita in tal modo configurato non sembra però fornire adeguata tutela ai soci di minoranza che abbiano sottoscritto le loro quote tramite i portali, in ragione della durata troppo breve di tale diritto. Nelle imprese innovative è facile che la cessione del controllo da parte dei soci fondatori avvenga in un momento successivo, quando la possibilità di prevedere un diritto di *exit* non è più obbligatoria. Anche se non è facile definire aprioristicamente una durata temporale minima di tutela che possa dirsi ottimale, dipendendo da una serie di variabili di carattere soggettivo ed oggettivo.

Inoltre, il riconoscimento di un diritto di *exit* in capo al socio minoritario, da riconoscersi in caso di cessione della partecipazione di controllo a terzi, non sembra uno strumento del tutto idoneo ad offrire un'adeguata tutela ai soci *crowdfunders*. Potrebbe infatti accadere che i soci di minoranza abbiano fatto affidamento sulla presenza di un socio investitore dalla riconosciuta credibilità finanziaria (*business angel* o *venture capitalist*), che però non abbia acquisito il controllo della società innovativa. Nel caso in cui tale investitore avesse deciso di cedere la propria partecipazione, gli strumenti predisposti dall'art. 24 del Regolamento *crowdfunding* non sarebbero azionabili per mancanza delle condizioni di efficacia: il trasferimento del controllo. Il socio minoritario rimarrebbe così prigioniero del proprio titolo, senza possibilità di un agevole disinvestimento.

Altre regole introdotte allo scopo di agevolare il disinvestimento sono contenute all'art. 100-ter Tuf che prevede un regime speciale di trasferimento delle partecipazioni di PMI s.r.l. che si sostituisce, su base volontaria, a quello previsto dall'art. 2470⁽⁶³⁾ c.c.. Le quote sottoscritte tramite *crowdfunding* possono essere intestate ad un intermediario che risulta così essere socio in nome proprio ma per conto degli investitori e che potrà consentire la circolazione delle quote tra investitori e tra questi e i terzi attraverso la semplice modificazione dei propri conti, similmente a quanto avviene per i titoli dematerializzati. Il sistema così realizzato è su base volontaria e reversibile su semplice richiesta dell'investitore.

⁽⁶³⁾ Il meccanismo di circolazione intermediata previsto in alternativa a quello di cui all'art. 2470 c.c., pur presentando elementi di indubbia similitudine con il regime di dematerializzazione di cui agli artt. 83-bis e ss. Tuf, non è però a questo perfettamente assimilabile, non consentendo di estendere alle quote le regole previste per la circolazione delle azioni dematerializzate. In particolare, secondo la dottrina maggioritaria non troverebbero applicazione sia le norme sulla circolazione scritturale che le regole in materia di assoggettamento della circolazione delle quote alla disciplina cartolare. V. CIAN, *L'intestazione intermediata delle quote di s.r.l. PMI: rapporto societario, regime della circolazione*, in *N.L.C.C.*, 2018, 1277; SCIUTO, *Le quote di partecipazione*, in *Le società a responsabilità limitata*, (a cura di) Ibba Marasà, I, Milano 2020, 541.

Appare di immediata evidenza come tale sistema di circolazione possa senza alcun dubbio semplificare gli scambi di quota e quindi la trasferibilità delle partecipazioni sociali. Occorre tuttavia tenere presente come la trasferibilità delle partecipazioni sociali sia cosa assai diversa dalla loro negoziabilità. La prima rappresenta un *pruis* logico-giuridico della seconda, ma non si identifica in essa né la ricomprende. In altri termini, l'introduzione di un sistema volto a semplificare la trasferibilità della partecipazione sociale emessa dalle società innovative PMI a r.l. è certamente uno dei presupposti necessari per la nascita di un mercato in cui esse possano essere scambiate, ma non è certamente sufficiente per garantirne la negoziabilità.

Nella prospettiva di agevolare lo smobilizzo dell'investimento effettuato in società innovative tramite piattaforme di *crowdfunding*, sembra invece essere più adeguata la previsione, sul modello di quanto già implementato in altri Stati membri dell'Unione europea e in coordinamento con il regolamento europeo, della possibilità concessa ai gestori dei portali *on line* di ospitare sul portale, in una sezione separata, una bacheca elettronica per la pubblicazione delle manifestazioni di interesse alla compravendita di strumenti finanziari, che siano stati oggetto di offerte concluse con successo nell'ambito di una campagna di *crowdfunding* svolta sul medesimo portale (art. 25-bis Regolamento *crowdfunding*).

La predisposizione delle bacheche è attività riservata ai gestori dei portali, in quanto attività connessa alla gestione delle piattaforme di *crowdfunding*.

Anche le bacheche *on line*, al pari dei portali *on line*, non integrano una sede di negoziazione, così come definite in seguito all'attuazione della Direttiva Mifid II e sono, pertanto, sottratte alla applicazione della relativa disciplina. Esse sono, infatti, strutturate quale luogo virtuale in cui vengono registrate e rese pubbliche le manifestazioni di interesse circa l'acquisto o la vendita di strumenti finanziari, ma la successiva conclusione dei contratti è affidata a trattative intercorrenti *in toto* fra privati. L'art. 25-bis, comma 2, del Regolamento *crowdfunding* conferma in questo senso il divieto per i gestori del portale di svolgere qualsiasi attività volta ad agevolare l'incontro tra domanda ed offerta di strumenti finanziari per il tramite della bacheca ⁽⁶⁴⁾.

I gestori dei portali nel predisporre le bacheche devono dunque astenersi dal porre in essere qualsiasi attività che possa configurare la prestazione dell'attività di gestione di un sistema di negoziazione multilaterale di negoziazione o di un sistema organizzato di negoziazione, come

⁽⁶⁴⁾ Sul divieto per il gestore della piattaforma di *crowdfunding* di costituire una vera e propria sede di negoziazione v. CIOCCA, *I portali per il crowdfunding*, in *Diritto del Fintech*, (a cura di) Cian-Sandei, Milano, 2020, 260.

pure lo svolgimento di un servizio di investimento quale la ricezione e trasmissione di ordini. Per tale ragione il servizio di predisposizione delle bacheche non può avvalersi di sistemi tecnologici come pure di regole che consentano, discrezionalmente o meno, di incrociare gli ordini, dovendo evitare qualsiasi attività di *matching* operato dal gestore.

Devono ritenersi precluse al gestore della piattaforma *on line* anche attività quali la presentazione agli offerenti di soggetti anche solo potenzialmente interessati all'acquisto o alla vendita di strumenti finanziari ovvero rendere visibili, e quindi acquistabili, per certi gruppi di aderenti al servizio di bacheca elettronica solo quelle offerte che potrebbero essere per loro maggiormente interessanti. Il gestore potrà dunque avere solo un ruolo passivo, consistente appunto nella messa a disposizione di uno spazio virtuale, semplice e fruibile con facilità, mediante il quale le parti potranno prendere un primo contatto, rimandando la conclusione dell'accordo fuori dagli spazi virtuali della piattaforma. Deve quindi ritenersi altresì precluso ai gestori dei portali di pubblicare informazioni diverse da quelle ufficiali e già rese pubbliche concernenti l'emittente e gli strumenti finanziari. La pubblicazione di informazioni diverse da quelle ufficiali presupporrebbe infatti un ruolo attivo del gestore nella scelta che non si concilia con il ruolo che la Consob ha ritagliato per il gestore.

L'art. 25-*bis* del Regolamento *Crowdfunding* richiede inoltre che vi sia un collegamento necessario tra gli strumenti finanziari relativamente ai quali sono state espresse manifestazioni di interesse e le campagne di *crowdfunding* condotte sulle piattaforme, cosicché solo gli strumenti oggetto di offerta su una piattaforma potranno essere oggetto di annunci sulla bacheca di quella medesima piattaforma. La ragione di ciò va probabilmente rintracciata nella volontà di facilitare il reperimento di informazioni sull'emittente da parte degli utenti interessati ad acquistare o vendere detti strumenti.

Come si può notare, si tratta di una pluralità di interventi che pur non potendo essere definiti organici ed anzi piuttosto timidi, testimoniano l'intenzione del legislatore primario e secondario di porre mano al problema.

In proposito, un punto sul quale varrebbe forse la pena di riflettere è se la mancanza di un vero e proprio mercato secondario non possa essere eventualmente superata dagli stessi intermediari abilitati chiamati alla rivendita degli strumenti finanziari, i quali potrebbero operare in qualità di internalizzatori sistematici. È di tutta evidenza come tali modalità di negoziazione non integrerebbero un mercato regolamentato e/o un sistema multilaterale di negoziazione, i quali presentano l'indubbio vantaggio di essere sistemi multilaterali, oltre al fatto di consentire l'incontro di domanda e offerta di strumenti finanziari e quindi di consentire l'abbinamento degli ordini, in modo da dare luogo a contratti di compravendita,

secondo regole e procedure non discrezionali. Gli internalizzatori sistematici, invece, sono canali non neutrali, che operano sulla base di regole discrezionali, e soprattutto sono sistemi bilaterali. Le proposte di acquisto e di vendita hanno una sola controparte che agisce in contropartita diretta.

Tuttavia, nell'ambito del *crowdfunding*, le controparti legittimate a negoziare potrebbero essere gli stessi intermediari abilitati, i quali potrebbero negoziare direttamente, in contropartita diretta o incrociando internamente gli ordini dei clienti investitori, nel caso in cui questi si siano avvalsi del sistema di trasferimento delle partecipazioni *ex art. 100-ter*, comma 2-*bis*, e ss. Tuf., senza dover tra l'altro neppure procedere ad un cambio di intestazione. Anche per tale via potrebbe essere superato, almeno in parte, il problema della mancanza di un mercato secondario, avvalendosi di una modalità operativa che permette la formazione di prezzi ed è soggetta a regole di trasparenza che la disciplina, primaria e secondaria, pone in capo agli internalizzatori.

CAPITOLO IV

LE CATEGORIE DI QUOTE E GLI STRUMENTI FINANZIARI PARTECIPATIVI NELLE SOCIETÀ INNOVATIVE A R.L.

SOMMARIO: 1. L'emissione di categorie di quote. — 2. Le categorie di quote e i limiti all'emissione queste. — 3. Le categorie di quote non proporzionali e dotate di diritti diversi. — 4. Le possibili modulazioni dei diritti di voto spettanti alle categorie di quote. — 5. L'assetto dei diritti di informazione e controllo e la tutela dei soci nelle società innovative a responsabilità limitata. — 6. L'apertura al mercato del capitale di rischio e i vincoli al trasferimento dei soci di controllo. — 7. Gli strumenti finanziari partecipativi emessi dalle *START UP* e dalle PMI innovative.

1. *L'emissione di categorie di quote.*

La scelta di avvalersi delle modalità di finanziamento in capitale di rischio previste per le società innovative a responsabilità limitata dalla disciplina istitutiva passa attraverso la previsione statutaria e l'emissione di categorie di quote ⁽¹⁾ nonché di strumenti finanziari partecipativi, eventualmente convertibili in quote di capitale sociale.

Le società innovative a r.l. possono dunque creare categorie di quote unitarie e serializzate ⁽²⁾, cumulabili in capo al medesimo socio, recanti diritti uniformi diversi sia da quelli previsti dal regime ordinario che anche dai cc.dd. diritti particolari circa l'amministrazione della società e la distribuzione degli utili, di cui all'art. 2468 ⁽³⁾.

Viene così ad essere superato uno dei principi cardine su cui si fondava

⁽¹⁾ L'emissione di categorie di quote deve essere prevista da una specifica clausola contenuta nell'atto costitutivo. Si tratta di una clausola che può essere inserita *ab origine* nel contratto sociale, nel momento cioè in cui i soci costruiscono l'assetto organizzativo secondo le loro condivise esigenze, ma che può essere inserita anche in un momento successivo durante la vita della società mediante una modifica dell'atto costitutivo. La clausola in questione può limitarsi a prevedere genericamente la possibilità per la società innovativa a r.l. di emettere speciali categorie di quote, senza dover indicare anche le caratteristiche proprie di queste, le quali verranno determinate al momento della loro emissione.

⁽²⁾ Le categorie di quote emesse dalle s.r.l. innovative possono, ma non devono, essere serializzate e standardizzate. L'argomento costituisce oggetto di specifiche riflessioni condotte al paragrafo 2 del presente lavoro.

⁽³⁾ V. CAGNASSO, *Il socio di s.r.l. privo del diritto di voto. Qualche riflessione in tema di proprietà e controllo nell'ambito della società P.M.I.*, in *NDS*, 2018, 917; BENAZZO, *La s.r.l. start up innovativa*, in *NLCC*, 2014, 116 e ss.

la differenza tra società a responsabilità limitata e società a base azionaria ⁽⁴⁾.

La Relazione di accompagnamento alla Riforma del diritto societario del 2003 affermava, in termini che non lasciavano troppo spazio a dubbi interpretativi, che “è coerente con le caratteristiche personali del tipo societario della società a responsabilità limitata [...] non prevedere la possibilità di categorie di quote, che implicherebbe una loro oggettivizzazione e quindi una perdita del collegamento con la persona del socio”.

Si tratta di un'impostazione evidentemente del tutto superata dal dettato normativo con riferimento non solo alle società innovative a r.l., siano esse *start up* tecnologicamente innovative come pure PMI innovative, ma addirittura a tutte le s.r.l. piccole e medie imprese.

In questo modo, le società innovative possono operare, in termini di partecipazioni al capitale sociale, in un contesto estremamente flessibile, perfettamente confacente all'obiettivo di adeguare la formula partecipativa alle diverse esigenze delle varie categorie di soci che possono essere coinvolti, fissando già in partenza la diversità dei ruoli che questi sono destinati ad assumere e agevolando, in tal modo, la ricerca del finanziamento in capitale di rischio ⁽⁵⁾.

L'emissione di quote serializzate è, infatti, perfettamente coerente con la possibilità che viene riconosciuta alle società innovative a r.l. di aprirsi alle diverse tipologie di investitori e alle loro plurime necessità. Così, nel caso in cui la società intenda aprirsi al pubblico risparmio, attraverso il *crowdfunding* o un'offerta al pubblico realizzata nelle forme tradizionali, questa, sfruttando le facoltà concesse dalla disciplina di riferimento, può creare una o più categorie di quote adatte alle caratteristiche dei soci investitori *retail*, esclusivamente o prevalentemente interessati al ritorno economico del proprio investimento e non certo alla gestione della società, i cui diritti sociali di voto, di controllo e di reazione potrebbero essere esclusi o, più o meno, limitati nel contenuto ⁽⁶⁾.

Allo stesso modo, l'ampia autonomia riconosciuta dalla disciplina consente l'emissione di categorie di quote destinate ad un numero ristretto di investitori professionali, si pensi a *venture capitalist* o ai diversi fondi di

⁽⁴⁾ In questo senso, BENAZZO, voce *Start up e PMI innovative*, in *Digesto delle discipline privatistiche. Sezione commerciale*. Aggiornamento, Utet, Torino, 2017, 478.

⁽⁵⁾ L'ipotesi di emettere categorie speciali di partecipazione era stata presa in considerazione dalla dottrina anche prima del d.l. 179/2012. In questo senso, Cfr. NOTARI, *Diritti particolari dei soci e categorie speciali di partecipazioni*, in *A.G.E.*, 2003, 325 e ss.; DI NELLA, *Natura e divisibilità delle quote di partecipazione*, in *S.r.l. Comm.* Dolmetta e Presti, Giuffrè, 2011, 275.

⁽⁶⁾ L'emissione di quote categorizzate, eventualmente dotate di diritti diversi, consente di declinare le modalità di partecipazione al capitale sociale della s.r.l. innovativa in maniera estremamente ampia e, come detto nel testo, consente altresì di destinare tali partecipazioni a tutte le diverse tipologie di soci che possono essere coinvolti in società, dai soci fondatori ai soci investitori, professionali come pure al dettaglio.

investimento, il cui contenuto può prevedere diritti particolari che garantiscano ad essi un controllo più stringente e stabile sulla gestione sociale e un ritorno economico significativo a fronte dell'investimento effettuato.

Ancora, è possibile l'emissione di quote di categoria il cui contenuto consenta di preservare l'impronta familiare o, comunque, ristretta ad un determinato gruppo di persone dell'iniziativa economica, al pari di come accade nelle società in accomandita per azioni ⁽⁷⁾.

La possibilità di emettere categorie di quote vale dunque per ogni società innovativa a r.l. che presenti i requisiti richiesti dai testi di legge, siano esse società a ristretta base sociale come pure società che intendano aprirsi al pubblico risparmio o si siano già aperte a questo. E sebbene la dottrina si sia prevalentemente concentrata sul collegamento esistente tra la categorizzazione delle quote e l'offerta al pubblico di queste sui portali *online* ⁽⁸⁾, va tenuto presente che in realtà non si riscontrano indici testuali da cui desumere che l'emissione di categorie di quote sia collegata, subordinata o finalizzata alla volontà della società di aprirsi al pubblico, né può affermarsi che tale possibilità risponda unicamente ad esigenze proprie delle società che intendano avere una struttura aperta. Anche nelle società innovative c.d. chiuse si può palesare l'esigenza di avere specifiche categorie di soci con interessi e caratteristiche non omogenei, a cui destinare quote categorizzate che dosano diritti patrimoniali e amministrativi secondo le caratteristiche e le esigenze dei soggetti a cui sono destinate. Tale ultima ipotesi appare poi certamente destinata ad assumere una certa frequenza nella realtà economica, essendo il finanziamento delle società innovative mediante il coinvolgimento di investitori professionali privati prassi che l'intero ecosistema in materia di innovazione intende incentivare, sul modello anglosassone ⁽⁹⁾.

⁽⁷⁾ Le quote categorizzate sono evidentemente funzionali alla raccolta di capitale di rischio anche presso il pubblico risparmio. La caratterizzazione e la loro eventuali standardizzazione in questo senso rendono la loro offerta sui portali più agevole come anche la loro eventuale rivendita in un mercato secondario. Tuttavia, non si riscontra nel testo delle disposizioni in materia alcun elemento da cui desumere che una ripartizione del capitale in quote di categoria, eventualmente serializzate, non possa essere funzionale anche all'investimento di investitori professionali privati. Infatti, il dato normativo non distingue tra società a ristretta base societaria e società che invece fanno ricorso al mercato del capitale di rischio. Un elemento a sostegno di tale opinione si rinviene nel modello *standard* di atto costitutivo di *start up* innovative a r.l. costituite con atto sottoscritto digitalmente, il quale prevede la possibilità che la società dia vita a categorie di quote serializzate ed omogenee senza collegarla alla presenza del pubblico risparmio in società.

⁽⁸⁾ In questo senso, cfr. RINALDO, *La multiformità della s.r.l.*, in *Riv. soc.*, 2020, 1537.

⁽⁹⁾ Cfr. *Restart, Italia!*, *Rapporto della Task Force sulle startup istituita dal Ministro dello Sviluppo Economico*, 2012, disponibile su: <https://www.mise.gov.it/index.php/it/per-i-media/publicazioni/2030418-rapporto-restart-italia>, il quale suggeriva per la crescita delle *start up* l'introduzione nell'ordinamento dei tipici strumenti di finanziamento utilizzati dal *venture capital*, quali il *work for equity*, l'abbandono del regime del capitale minimo, la possibilità di emettere titoli di debito convertibili e classi di partecipazioni, così da poter incorporare nel contratto sociale tutti quei diritti che tipicamente vengono attribuiti al

Può, quindi, affermarsi senza alcun dubbio che l'emissione di quote categorizzate rappresenti una novità di grande importanza, che consente alla società innovativa a r.l. di poter coinvolgere in ogni specifica fase di vita dell'impresa tutte le diverse tipologie di investitori in capitale di rischio presenti sul mercato (incubatori certificati, *business angels*, *venture capitalist*, *private equity* e *crowdfunders*) e di poter modulare il contenuto delle partecipazioni nonché la scelta delle modalità di collocamento (offerta al pubblico o trattativa privata) a seconda delle loro specifiche caratteristiche e delle necessità dell'impresa. Soprattutto per le società innovative che presentano, per caratteristiche intrinseche al modello di impresa innovativa, una maggiore difficoltà di accesso al finanziamento in capitale di debito, in un contesto economico, quale quello italiano, in cui la fonte primaria di finanziamento delle imprese è rappresentata, storicamente, dal credito bancario a fronte di garanzie reali.

In tali tipologie di società, occorre tuttavia tenere presente che il coinvolgimento delle diverse tipologie di soci investitori in capitale di rischio non avviene di regola contestualmente alla costituzione della società, ma piuttosto nelle fasi successive, attraverso anche più operazioni di aumento di capitale sociale reale, con conseguente e necessaria limitazione, o esclusione, del diritto di opzione spettante ai preesistenti soci sulle quote di nuova emissione.

Tale eventualità, che nella prassi è assolutamente fisiologica e addirittura auspicabile nell'ottica di ampliare le fonti di finanziamento della società, parrebbe essere ostacolata nel contesto della s.r.l. dalla previsione contenuta nell'art. 2481-*bis* c.c. in materia di aumento di capitale sociale a pagamento, la quale stabilisce come spetti ai soci preesistenti il diritto di sottoscrivere l'aumento in proporzione delle partecipazioni da ciascuno detenute e, in caso di esclusione del diritto di opzione a questi spettante, impone il riconoscimento del diritto di recesso ai soci dissenzienti.

Tale previsione, espressione evidentemente dell'interesse del socio al mantenimento del proprio peso organizzativo-amministrativo in società, viene considerata in dottrina quale norma inderogabile⁽¹⁰⁾. Una simile lettura della disposizione indicata poteva dirsi corretta e coerente nella s.r.l. delineata dal legislatore della Riforma del 2003 quale società essenzialmente chiusa, nella quale era tendenzialmente impossibile l'ingresso di

finanziatore professionista (clausole di covendita, privilegio in sede di liquidazione, nomina degli amministratori, ecc.).

⁽¹⁰⁾ Nel senso dell'inderogabilità della norma si sono espressi: CAGNASSO, *La società a responsabilità limitata*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da Cottino, V., Padova, Cedam, 2007, 31 ss.; ZANARONE, *La società a responsabilità limitata. Un modello "senza qualità"?*, in Irrera (a cura di), *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della Crisi. Studi in onore di Oreste Cagnasso*, Torino, Giappichelli, 2020, 8.

nuovi soci e in cui i preesistenti soci avevano un interesse al mantenimento del peso originariamente assunto in società.

Non lo è nell'ottica di una società a r.l. che le Riforme 2012-2017 hanno delineato quale società che presenta una indubbia vocazione al mercato e che deve potersi finanziare anche, o più precisamente soprattutto, attraverso il ricorso al capitale di rischio, e in cui il coinvolgimento di soci finanziatori deve poter avvenire nelle diverse fasi del ciclo di vita della società.

L'attribuzione di un diritto di recesso inderogabile al socio dissenziente in caso di aumento di capitale offerto a terzi equivale al riconoscimento di un diritto di veto capace di impedire il ricorso della società a nuovi *round* di finanziamento volti a far entrare nuovi soci finanziatori, dai fondi di *venture capital* al *crowdfunding*, che invece potrebbero portare ad una crescita e quindi ad una valorizzazione dell'impresa innovativa e dell'investimento effettuato da tutti i soci ⁽¹¹⁾.

In questo mutato contesto normativo, la disposizione di cui all'art. 2481-*bis* c.c. deve allora essere letta, necessariamente, in modo diverso, quale norma derogabile dalla autonomia statutaria che, coerentemente con il nuovo assetto organizzativo-partecipativo assunto dalla s.r.l. PMI, consente di riservare l'aumento del capitale sociale anche interamente a nuovi soci finanziatori, senza l'obbligo di consentire il recesso ai soci dissenzienti.

Un ulteriore elemento a sostegno di questa diversa interpretazione della norma si desume altresì dall'art. 2473 c.c. che, non menzionando l'aumento di capitale offerto a terzi tra le cause inderogabili di recesso, parrebbe consentire di affermare la derogabilità statutaria di tale fattispecie.

Tale interpretazione sembra del resto l'unica coerente con le Riforme 2012-17 che hanno riguardato la s.r.l. PMI anche innovativa il cui chiaro intento espresso dal legislatore è quello di favorire lo sviluppo delle diverse modalità di finanziamento in capitale di rischio, necessarie per consentire alle imprese italiane di crescere su mercati sempre più globali e di mantenersi attrattive per investitori stranieri.

2. *Le categorie di quote e i limiti all'emissione queste.*

La nozione di categoria di quote è nuova per la società a responsabilità limitata. Sul punto, la disciplina dettata in materia di quote di categoria emesse dalle società innovative a r.l. sembra essere piuttosto scarna.

Pur in assenza di una definizione normativa chiara, dagli elementi contenuti nell'art. 26, comma 2, del d.l. 179/2012, ciò che sembra potersi

⁽¹¹⁾ Cfr. in questo senso AGSTENER, CAPIZZI, GIUDICI, *Business Angels, Venture Capital e la nuova s.r.l.*, in *Orizzonti dir. Comm.*, 2020, 415-416.

desumere con ragionevole certezza riguardo alle *categorie di quote* emesse dalle s.r.l. innovative concerne l'aspetto contenutistico. Ogni categoria identifica una pluralità di partecipazioni sociali, nell'ambito della medesima società, attributive al proprio titolare di prerogative peculiari e differenti rispetto a quelle attribuite dalle partecipazioni ordinarie o da altre partecipazioni di categoria, ed eventualmente tutelabili tramite una specifica disciplina di classe ⁽¹²⁾.

Il dubbio che ci si pone è se il disposto dell'art. 26, 2 comma, d.l. n. 179/2012, abbia inteso unicamente garantire alle s.r.l. innovative, disposte ad offrire le proprie quote sul mercato alle diverse tipologie di investitori, la possibilità di assegnare a questi partecipazioni declinate secondo le loro esigenze più semplicemente rispetto a quanto non avrebbe consentito lo strumento dell'utilizzo dei diritti particolari *ex art.* 2468, comma 3, c.c., o se invece abbia anche permesso che tali partecipazioni siano articolate quali quote serializzate e standardizzate, cioè come quote unitarie, indivisibili, tutte del medesimo valore nominale, cumulabili in capo ad uno stesso soggetto, oltre che attributive dei medesimi diritti, al pari delle azioni di s.p.a. ⁽¹³⁾.

⁽¹²⁾ Il legislatore speciale non ha previsto esplicitamente assemblee speciali di titolari di quote di categoria. Non ritengo al riguardo che le regole previste per le s.p.a. possano trovare applicazione analogica nel contesto delle s.r.l. innovative. Tuttavia, nulla esclude che tali assemblee possano essere istituite per via statutaria. In mancanza di tale intervento, sembra ragionevole ritenere che le decisioni dei soci pregiudizievoli dei diritti dei soci con quote di categoria dotate di diritti diversi debbano comunque ottenere il consenso di ciascun socio appartenente alla stessa. In questo senso, v. POLICARO, *Dalle s.r.l. emittenti sui portali online di equity crowdfunding alle s.r.l. aperte.*, in *La società a responsabilità limitata: un modello transipico alla prova del codice della crisi*, studi in onore di Cagnasso, Irrera (a cura di), Giappichelli, 2020, 115.

⁽¹³⁾ La possibilità di creare categorie di quote omogenee e standardizzate in dottrina è ammessa da CIAN, *Le società start up innovative. Problemi definitivi e tipologici*, in *AIDA*, 2013, 420; MALTONI, SPADA, *L'impresa start up innovativa costituita in società a responsabilità limitata*, reperibile sul sito www.cavererespondere.it, 2013, 7 e ss.; CAPELLI, *L'equity based crowdfunding e i diritti del socio*, in www.orizzontideldiritto.commerciale.it, 2014, 17; MUNARI, *Impresa e capitale sociale nel diritto della crisi*, Torino, Giappichelli, 2014, 123; BENAZZO, *Categorie di quote, diritti di voto e governance della "nuovissima" s.r.l.: quale ruolo e quale spazio per la disciplina azionaria nella s.r.l.-PMI aperta?* in *Riv. Soc.*, 2018, 1455 e 1456, nel quale l'a. sostiene l'ammissibilità delle quote di categoria serializzate e standardizzate sulla base di un dato testuale e precisamente facendo leva sull'utilizzo della congiunzione « e » all'interno dell'art. 26, 2 comma, d.l. n. 179/2012, il quale andrebbe a scorporare la disposizione in due parti: la seconda parte volta a permettere l'introduzione nello statuto di diritti particolari "reali"; la prima parte avente il pregio di ammettere la standardizzazione delle quote. Pervengono alla medesima soluzione anche CAGNASSO, (nt. 3), 917, il quale affianca l'attributo « standardizzate » a « categorie di quote », senza alcuna particolare aggiunta; allo stesso modo, ABRIANI, *La struttura finanziaria della società a responsabilità limitata*, in *RDS*, 2019, 512-513. *Contra* si è invece espresso GUACCERO, *La start up innovativa in forma di società a responsabilità limitata: raccolta del capitale di rischio e equity crowdfunding*, in *Bbt.c.*, 2014, 717, il quale, con riferimento alle sole *start up* innovative, ha espresso le proprie perplessità circa il fatto che l'articolazione delle partecipazioni sociali in quote categorizzate presupponga anche queste siano omogenee e standardizzate per due ordini di ragioni. In primo luogo, perché terminato il periodo transitorio di operatività della deroga, si troverebbero a coesistere quote unitarie e quote suddivise in partecipazioni

Si tratta di un dubbio legittimo dal momento che nel contesto delle s.r.l., quale delineato dalla disciplina comune, le partecipazioni sociali sono articolate quali quote unitarie che rappresentano una frazione o una percentuale del capitale sociale di valore variabile, a differenza della s.p.a. in cui tutte le partecipazioni sociali, incluse quelle di categoria, sono sempre e di per sé partecipazioni unitarie, indivisibili, attributive dei medesimi diritti e dunque standardizzate.

Alla luce delle caratteristiche proprie delle partecipazioni al capitale sociale delle s.r.l. e del dato normativo contenuto nell'art. 26, comma 2, d.l. 179/2012, a mio avviso la standardizzazione non è un attributo necessario delle categorie speciali di quote, ma non è neppure una caratteristica preclusa alle quote di categoria emesse dalle s.r.l. innovative⁽¹⁴⁾.

La serialità e la standardizzazione delle quote di categoria rappresentano piuttosto una connotazione del tutto eventuale di tali partecipazioni, rimessa all'autonomia statutaria, che agevola la possibilità di offrire queste ultime sul mercato, anche attraverso il *crowdfunding* ed è in linea con l'ampia autonomia di cui godono le s.r.l. nel determinare le caratteristiche delle partecipazioni sociali, riconosciuta dalla Riforma del 2003 e rafforzata dalle Riforme 2012-2017⁽¹⁵⁾.

La scelta se articolare le categorie di quote quali partecipazioni uniformi, indivisibili, aventi tutte la medesima misura, è rimessa allo statuto societario che in tale ipotesi dovrà determinare anche la misura e il numero delle quote di ciascuna categoria.

standard. Inoltre, sempre secondo l'a. la sollecitazione all'investimento in capitale di rischio non richiede necessariamente che le quote offerte siano standardizzate, perché ciò che viene sollecitato presso il pubblico è l'investimento in capitale di rischio e conseguentemente la quota di rischio che verrà emessa corrisponderà al conferimento effettuato.

⁽¹⁴⁾ Il tema della standardizzazione delle quote di categoria emesse dalle s.r.l. PMI, anche innovative, è argomento su cui si sono formati orientamenti notarili discordanti. Pur riconoscendo la possibilità di creare speciali categorie di quote, divergono in modo netto sulla possibilità, da parte dello statuto, di provvedere ad una loro standardizzazione. La Commissione per l'elaborazione dei principi uniformi in tema di società del Consiglio Notarile di Milano sostiene che le quote di categoria possano essere disciplinate in modo da assumere, non solo gli stessi diritti, ma anche la stessa misura (Consiglio Notarile di Milano, Massima 171); al contrario, la Commissione Società del Comitato Interregionale dei Consigli Notarili delle Tre Venezie considera la standardizzazione delle quote preclusa dal principio di unicità delle partecipazioni di s.r.l., tuttora valido ed in grado di impedire l'emissione di quote aventi tutte necessariamente lo stesso valore nominale (Comitato Interregionale dei Consigli Notarili delle Tre Venezie, Massima I.N.6.).

⁽¹⁵⁾ Si fa presente come una parte della dottrina fosse propensa ad ammettere la standardizzazione delle partecipazioni sociali anche anteriormente alle riforme 2012-2017, sulla base della maggiore autonomia statutaria che, all'esito della Riforma del 2003, viene riconosciuta alla s.r.l. In questo senso v. ABBADESSA, *Commento all'art. 2325*, in *Società di Capitali*. Niccolini e Stagno D'Alcontres (a cura di), I, Napoli, 2004, 1, 5. Si sono invece sempre espressi per l'inammissibilità delle categorie di quote e la possibilità per lo statuto di serializzare le stesse anteriormente alle riforme 2012-2017 SANTONI, *Le quote di partecipazione nella s.r.l.*, in *Liber Amicorum Campobasso*, III, Torino, 2007, 392; CAVANNA, *Partecipazione e diritti particolari dei soci*, in *Le nuove s.r.l.*, Sarale (diretto da), Bologna, 2008, 159.

Contrariamente a quanto previsto per le società per azioni e le società cooperative, la cui disciplina ha tipizzato specifiche categorie di azioni, quali per esempio le azioni privilegiate e le azioni di godimento come pure le azioni del socio sovventore o le azioni del socio di società cooperativa, per le società innovative a r.l., il legislatore speciale si è limitato a prevedere genericamente la possibilità di creare categorie di quote atipiche, lasciando così ampia autonomia alle società di modularne il contenuto in modo da modellare il capitale e la *governance* secondo le attitudini preferite.

L'amplessima autonomia statutaria delle s.r.l. innovative nella determinazione del contenuto delle partecipazioni serializzate non è però senza limiti, dovendo tale determinazione avvenire entro i confini dettati dalla legge. La disposizione, tuttavia, non provvede a delineare in via esplicita questi limiti, occorre quindi interrogarsi su quali essi siano.

Un primo limite al contenuto delle categorie di quote va certamente individuato nel rispetto della causa tipica di società *ex art. 2247 c.c.* ⁽¹⁶⁾, che comporta un vincolo funzionale tale per cui le partecipazioni sono caratterizzate da un divieto di patto leonino, inteso questo come patto statutario che escluda *in toto* il socio dagli utili o dalle perdite o da entrambi ⁽¹⁷⁾.

Non saranno pertanto ammissibili *golden* quote del tutto esonerate dalla partecipazione agli utili e alle perdite. Sembra invece ammissibile la configurazione di una esclusione dagli utili o dalle perdite a carattere solo temporaneo così come la previsione di una diversa distribuzione dell'eccedenza attiva al verificarsi di eventi liquidatori.

Un secondo limite è rappresentato dalle regole caratterizzanti le società innovative e valido, dunque, solo per tali categorie di società, come per esempio la disposizione che vieta alle *start up* innovative di distribuire utili *ex art. 25 comma 2, lett. e)* per un periodo di cinque anni dalla costituzione della società.

Un terzo limite è da individuarsi infine nelle norme inderogabili previste dalla disciplina della società a responsabilità limitata.

Il punto è dunque quello di individuare le disposizioni dettate in materia di s.r.l. che siano realmente inderogabili alla luce delle recenti riforme normative, in assenza di una esplicita qualificazione in questo senso da parte del legislatore.

La dottrina all'indomani della Riforma del 2003 era orientata nel senso di considerare quali norme inderogabili tutte quelle disposizioni che avessero la finalità di mantenere chiuso il tipo s.r.l. e di preservare inalterata la posizione originariamente assunta dai soci all'interno della

⁽¹⁶⁾ Si tratta di una opinione unanimemente accolta dalla dottrina. V. per tutti SALVATORE, *Le start up innovative tra dato normativo e prassi contrattuale*, in *NDS*, 2014, 26.

⁽¹⁷⁾ Così, tra le tante, Cass., 29 ottobre 1994, n. 8927, in *Giur. comm.*, 1995, II, 478 ss., con nota di CIAFFI, *Finanza regionale e patto leonino*.

compagine societaria, in quanto si riteneva che tali norme fossero espressione del principio di rilevanza centrale del socio.

Le Riforme del 2012-2017 hanno invece delineato una s.r.l. PMI, anche innovativa, quale modello societario con una spiccata ed inequivocabile vocazione al mercato e in cui la presenza di diverse tipologie di soci investitori diventa un elemento naturale. La s.r.l. partecipata esclusivamente da soci interessati alla gestione della società, intenti a preservare il loro peso specifico all'interno della compagine societaria e forniti di ampi poteri di controllo è così divenuto un fenomeno ormai non più centrale e tanto meno unico.

Da tale diversa configurazione assunta dalla s.r.l. PMI non si può prescindere nella valutazione delle norme come imperative o dispositive. Nella nuova s.r.l. PMI, anche innovativa, tutte le disposizioni dettate dal legislatore del 2003 presupponendo la centralità e l'unicità di un fenomeno societari chiuso, partecipato esclusivamente da soci coinvolti nella gestione dell'impresa sociale non possono essere lette quali norme inderogabili.

Alla luce del chiaro intento espresso dal legislatore di incentivare il ricorso al mercato del capitale di rischio, dovranno essere considerate norme dispositive: quella in tema di aumento di capitale a pagamento di cui all'art. 2481-*bis* c.c.; quella sulla avocabilità dei soci delle decisioni gestorie di cui all'art. 2479, comma 1, c.c., (che può comportare il rischio che il diritto di veto o il diritto di decidere il compimento di determinate operazioni spettante al consigliere di minoranza nominato dai fondi di *venture capital* sia di fatto aggirato sottoponendo la decisione ai soci da parte di uno o più amministratori o da parte dei soci che posseggono 1/3 del capitale); quella sulla necessaria proporzione tra quote e diritti di voto *ex art.* 2479, comma 5, c.c. ⁽¹⁸⁾ ⁽¹⁹⁾; quelle contenute negli artt. 2473 c.c.,

⁽¹⁸⁾ L'orientamento dottrinario di gran lunga prevalente si è espresso per la derogabilità del principio di proporzionalità tra la partecipazione sociale e il diritto di voto sulla base dell'interpretazione estensiva dell'art. 2468, comma 3, c.c., sia pure con differenti ricostruzioni che oscillano tra l'interpretazione estensiva e la configurabilità di diritti particolari atipici. Per le varie opinioni v. NOTARI, *Diritti particolari dei soci e categorie speciali di partecipazioni*, in *AGE*, 2003, 331; SANTOSUOSSO, *La riforma del diritto societario, Autonomia privata e norme imperative nei DD. Lgs. 17 gennaio 2003, nn. 5 e 6*, Giuffrè, Milano 2003, 202 ss.; MAUGERI, *Quali diritti particolari per il socio di società a responsabilità limitata?*, in *Riv. soc.*, 2004, 1505. DACCÒ, *I diritti particolari del socio nelle s.r.l., in Il nuovo diritto delle società. Liber Amicorum G.F. Campobasso*, diretto da G.E. Colombo-G.B. Portale, Torino 2007, vol. 3, 403 e 407; MALTONI, *La partecipazione sociale*, in *La riforma della società a responsabilità limitata*, a cura di Caccavale-Magliulo-Maltoni-Tassinari, 2^a ed., 2007, 219; STELLA RICHTER, *La società a responsabilità limitata. Disposizioni generali. Conferimenti. Quote*, in AA.VV., *Diritto delle società di capitali. Manuale breve*, 3^a ed., Milano, Giuffrè, 2006, 287; IACCARINO, *Attribuzione del diritto di voto non proporzionale alla partecipazione sociale*, in *Soc.*, 2008, 31.

⁽¹⁹⁾ V. la massima del Consiglio notarile di Milano n. 138 approvata in data 13 maggio 2014, nella quale si afferma "L'atto costitutivo delle s.r.l. può derogare, per tutte o alcune delle decisioni di competenza dei soci, al principio di proporzionalità del diritto di voto sancito dall'art. 2479, comma 5, c.c.".

in tema di recesso, e 2473-*bis* c.c., in tema di esclusione del socio, in base alle quali la quota del socio recedente o escluso può essere acquistata da terzi solo con il consenso di tutti i soci; quelle in materia di informazione e controllo spettanti ai soci non amministratori *ex art.* 2476, comma 2, c.c.; quelle in materia di impugnativa delle deliberazioni invalide *ex art.* 2479-*ter*, comma 1, c.c. e, ancora, quelle in materia di esercizio individuale dell'azione di responsabilità *ex art.* 2476, comma 3, c.c.

Nella s.r.l. piccola e media impresa che si apre alle diverse tipologie di soci investitori presenti sul mercato, sarebbe del resto illogico affermare l'imperatività di tutte quelle norme dettate dal legislatore del 2003 presupponendo un modello societario ormai del tutto superato e fortemente limitanti dell'autonomia di contrattazione delle parti.

Per contro, in una società in cui il finanziamento in capitale di rischio nelle sue diverse forme assume un ruolo centrale, i soci devono poter scegliere l'assetto in tema di capitale e *corporate governance* più confacente alle esigenze di tutte le parti coinvolte e per poterlo fare devono affidare alla contrattazione tra soci la posizione che ciascuno di essi avrà in società, riconoscendo a taluni soci partecipazioni con diritti amministrativi e patrimoniali magari maggiorati, anche a detrimento dei soci fondatori, come del resto, accade in tutti gli ordinamenti dove il fenomeno del *venture capital* e del *private equity* è più diffuso, e ad altri invece partecipazioni a carattere più propriamente finanziario, le cui prerogative amministrative e gestorie sono praticamente sterilizzate, come accade quando la società si apre al pubblico risparmio.

Si può quindi affermare che in tale mutato assetto le prerogative dei soci volte a preservare una naturale immanenza di questi nella gestione e nel controllo della società e a mantenere inalterata la posizione originariamente acquisita all'interno della compagine societaria non rappresentano più diritti insopprimibili.

Da ciò discende l'ammissibilità di categorie di quote che siano più o meno sprovviste di un diritto di controllo come pure di un diritto di voto o di un diritto di reazione come quello di impugnare le decisioni dei soci annullabili o di esercitare l'azione individuale di responsabilità.

La derogabilità delle disposizioni volte a realizzare un modello societario chiuso e caratterizzato dalla permanenza durante la vita della società dei medesimi soci porta una ulteriore conseguenza: la legittimità di interventi volti a limitare o escludere le prerogative suddette anche in capo a soci titolari di partecipazioni ordinarie, non categorizzate.

In una società che può coinvolgere una pluralità di soci investitori dalle differenti caratteristiche ed esigenze, può accadere che vi sia la necessità di intervenire anche sulle posizioni dei soci fondatori allo scopo di individuare l'assetto organizzativo-partecipativo più efficiente per lo sviluppo e la

crescita del progetto imprenditoriale ⁽²⁰⁾. In altri termini, interventi volti ad escludere talune prerogative non saranno limitati alle quote di categoria spettanti ai soci investitori *retail*, ma potranno essere effettuati anche su quote, di categoria come tradizionali, appartenenti a soci diversi dagli investitori non professionali di minoranza ⁽²¹⁾.

Seguendo l'impostazione qui prospettata, e quindi riconoscendo come molto ampio il numero delle regole di natura dispositiva contenute nella disciplina in materia di s.r.l., ne discende che la presenza di soci titolari di tutte le prerogative riconosciute dalla disciplina comune in materia di s.r.l. non è più elemento necessario di tale modello societario e che, sillogisticamente, anche l'emissione di quote a socialità piena non è più un elemento necessario e caratterizzante della s.r.l. innovativa.

La presenza di partecipazioni ordinarie tradizionali o a società piena è, infatti, a mio avviso, da considerarsi quale elemento necessario della s.r.l. innovativa se, e nella misura in cui, si ritiene debbano comunque essere presenti soci di s.r.l. in possesso di tutte le prerogative sociali accanto a soci con prerogative più limitate (investitori *retail*).

Se, al contrario, si ritengono legittimi interventi volti a modulare variamente il contenuto dei diritti spettanti a tutti i soci, anche ai soci che hanno assunto l'iniziativa imprenditoriale e sono gli artefici del progetto innovativo, ne discende che le posizioni di tali soggetti possano essere incorporate indifferentemente tanto in quote categorizzate quanto in quote ordinarie a socialità non piena ⁽²²⁾.

3. *Le categorie di quote non proporzionali e dotate di diritti diversi*

Per differenziare e valorizzare la posizione dei soci, investitori e fondatori, le s.r.l. innovative possono emettere categorie di quote anche

⁽²⁰⁾ Prerogative di carattere gestorio o di controllo possono certamente apparire sovradimensionate per soci interessati esclusivamente all'aspetto economico del proprio investimento in società, e quindi giustificare un intervento nel senso di una loro limitazione o esclusione. Allo stesso tempo, però, le medesime prerogative spettanti al socio fondatore potrebbero apparire sovradimensionate in una s.r.l. innovativa in cui entri il *venture capital*, e dunque, disincentivare il coinvolgimento di soci investitori professionali ove queste non venissero escluse o limitate.

⁽²¹⁾ Diversa è invece l'opinione espressa in dottrina da RINALDO, (nt. 8), 1531, la quale ritiene ammissibili interventi limitativi delle prerogative sociali solo in capo ai soci titolari di partecipazioni categorizzate in contrapposizione alla posizione dei soci plenipotenziari titolari di partecipazioni tradizionali.

⁽²²⁾ *Contra* RINALDO, (nt. 8), 1537, la quale sottolinea come alla luce dell'identità tipologica della s.r.l., la previsione di una componente partecipativa di investitori estranei alla vita della società risulta possibile solo a condizione che sia contemporaneamente presente un distinto livello, rappresentato da partecipazioni ordinarie e individuali, destinate a soci operativi, il cui ruolo all'interno della compagine societaria continui a rappresentare un elemento determinante della matrice comune del tipo.

serializzate dotate di diritti diversi e possono determinare il contenuto di queste sia derogando al principio di proporzionalità che attribuendo diritti che non si esauriscono nella categoria di quelli concernenti l'amministrazione della società o la distribuzione degli utili (23).

La disciplina in materia di società innovative rende così legittimo l'impiego di diverse tecniche di differenziazione delle partecipazioni di categoria, la cui scelta è rimessa interamente all'autonomia dei soci, anche in considerazione dei differenti effetti da queste prodotti sull'organizzazione societaria (24).

In questo contesto di ampia autonomia nella configurazione del contenuto delle partecipazioni di categoria (25), la disposizione che consente un'assegnazione di queste in deroga al principio di proporzionalità si inserisce a pieno titolo nella filosofia posta alla base delle Riforme 2012-2017 tese ad offrire alla s.r.l. PMI, anche innovativa, quanti più strumenti possibili per una corretta ed efficiente definizione degli interessi di tutti i soci coinvolti (26).

Attraverso un'assegnazione non proporzionale delle partecipazioni di categoria è, infatti, possibile recepire e socializzare molte delle pattuizioni che sono alla base delle trattative con i soci investitori e che sarebbero altrimenti confinate nell'area del parasociale, con evidenti benefici in termini di trasparenza degli accordi intercorrenti tra soci e conseguenti maggiori garanzie per i diretti interessati in termini di protezione derivante dalla socializzazione di tali accordi.

Attraverso la previsione di categorie di quote in deroga al principio di proporzionalità, il criterio secondo cui ad un più rilevante impegno economico debba corrispondere una partecipazione al capitale sociale supe-

(23) Così MALTONI, SPADA, (nt. 13), 5.

(24) Si consideri infatti come l'attribuzione ad una categoria di quote di taluni diritti particolari alteri maggiormente il funzionamento delle regole di esercizio dell'attività comune rispetto all'attribuzione non proporzionale dei diritti spettanti ai soci. In tale ultima ipotesi, infatti, tutti i soci continuano a godere dei medesimi diritti in proporzione della partecipazione posseduta, senza privilegi particolari.

(25) La previsione di partecipazioni emesse in deroga al principio di proporzionalità non è una novità assoluta della disciplina in materia di società innovative, esistendo specifiche disposizioni codicistiche volte a legittimare tale emissione tanto nelle s.p.a. che nelle s.r.l.. Ora, l'art. 26, comma 2, del d.l. 179/2012 estende in termini espliciti tale possibilità alle quote di categoria emesse dalle s.r.l. innovative, concedendo a tali società di derogare al principio di proporzionalità tra il valore della partecipazione e l'ammontare del conferimento sia in *minus* che in *maius*. Con riferimento alla disciplina in materia di assegnazione di partecipazioni in deroga al principio di proporzionalità nelle s.p.a. e nelle s.r.l. v. GUIDA, *L'assegnazione di partecipazioni sociali in misura non proporzionale al conferimento*, in *Riv. dir. priv.*, 2008, 399.

(26) La deroga al principio di proporzionalità deve essere prevista da una specifica clausola contenuta nell'atto costitutivo *ab origine* o inserita in un momento successivo con le maggioranze richieste per le modifiche dell'atto costitutivo. Le stesse maggioranze sono necessarie nel caso in cui si decida di espungere dall'atto costitutivo la relativa clausola, con la precisazione che la relativa decisione dispiega i suoi effetti solo per le sottoscrizioni future.

riore, con un conseguente maggior potere in società, trova oggi un'applicazione solo tendenziale con riferimento a tutte le partecipazioni emesse dalle s.r.l. innovative, siano esse quote tradizionali come pure quote di categoria, anche serializzate. L'unico vincolo all'autonomia delle parti rimane il principio dell'integrità del capitale sociale *ex art. 2464 c.c.*, fissato nell'interesse dei terzi e dell'intero sistema. È cioè necessario che la misura complessiva degli apporti di tutti i soci sia pari all'ammontare del capitale sociale nominale, mentre non assume invece alcuna rilevanza esterna il valore nominale delle singole quote anche di categoria attribuite ai soci.

È quindi legittima non solo l'emissione di quote categorizzate per un valore inferiore al loro valore nominale, ma anche l'emissione di categorie di quote per un valore superiore al loro valore nominale, se in tale ipotesi ci sono soci (anche solo uno) disposti a compensare il minore apporto dei soci beneficiari di un'assegnazione non proporzionale così costruita (27).

La possibilità di emettere partecipazioni di categoria in deroga al principio di proporzionalità porta a chiedersi se siano ammissibili ipotesi estreme, in cui cioè vi sia un'assegnazione di quote senza un conferimento (c.d. ipotesi di non proporzionalità estrema).

La risposta è a mio avviso positiva per diversi ordini di ragioni.

In primo luogo, perché il legislatore speciale, coerentemente con la scelta fatta dal legislatore della Riforma del 2003, non ha posto limiti alla misura della non proporzionalità delle assegnazioni, se non quello dell'integrità del capitale sociale.

Inoltre, perché anche in caso di non proporzionalità estrema *i)* la società riceve effettivamente un conferimento; *ii)* il suo capitale è interamente sottoscritto e versato nei modi di legge, seppure da altri soci; *iii)* non si registra alcun attentato al principio di integrità ed effettività del capitale sociale (28).

Infine, perché in tal modo si consente alle società innovative a r.l. di poter beneficiare di prassi molto diffuse tra le società che fanno ricorso mercato del capitale di rischio, coerentemente con le recenti riforme che hanno inteso modificare l'archetipo della s.r.l. PMI allo scopo di trasformare siffatto modello societario in un veicolo di investimento. La deroga al

(27) In argomento, cfr. D'ARRIGO, *Quote di partecipazione e diritti sociali*, in *Start up e PMI innovative*, diretto da Cagnasso e Mambriani, Zanichelli, 2020, 348-349.

(28) In dottrina l'orientamento non è univoco. Si sono espressi (anche se con riferimento alla s.r.l. prima delle riforme 2012-17) per la legittimità di una assegnazione non proporzionale estrema SPERANZIN, *L'aumento del capitale sociale*, in *La nuova società a responsabilità limitata* (a cura di Bione-Guidotti-Pederzini), Padova, 2012, 492 (il quale *ivi* afferma come non vi siano esigenze imperative che impediscano una diversa distribuzione delle partecipazioni, essendo la disposizione [...] posta a tutela dell'interesse dei soci e non dei terzi; il diritto all'accrescimento e il principio di proporzionalità devono ritenersi, dunque, disponibili"); nello stesso senso v. ZANARONE, *Sub art. 2481-ter*, in *Il Codice Civile Commentario*, fondato e diretto da P. Schlesinger e continuato da F.D. Busnelli, Milano, 2010, 1602.

principio di proporzionalità consente di assegnare gratuitamente speciali categorie di quote di nuova emissione al socio, solitamente di minoranza, per un ammontare tale che gli consenta di evitare, o limitare, l'effetto antidiluitivo connesso ad un aumento di capitale deliberato ad un prezzo di emissione basato su una stima del valore della società inferiore rispetto a quella posta a base dell'investimento originario⁽²⁹⁾. Occorre infatti ricordare che le s.r.l. innovative si caratterizzano per il fatto di essere società di difficile valutazione soprattutto nella fase iniziale del ciclo di vita dell'impresa per ragioni intrinseche alla componente tecnologica dell'innovazione. È dunque frequente che la valutazione di queste possa subire durante la vita della società fisiologiche e rilevanti oscillazioni da cui gli investitori intendono legittimamente proteggere il proprio investimento.

Altra modalità prevista dal legislatore speciale per differenziare e valorizzare la posizione dei soci di società innovative è quella di emettere categorie di quote dotate di diritti diversi.

Si tratta di diritti inerenti alla quota, e perciò definibili quali diritti reali, e non alla persona del socio, la cui differenza rispetto ai diritti particolari attribuiti a singoli soci ai sensi dell'art. 2468, comma 3, c.c. è da ricercare, non tanto sul piano della fattispecie, quanto sul piano della circolazione⁽³⁰⁾. Mentre per quanto riguarda i diritti particolari l'orienta-

⁽²⁹⁾ Sulla legittimità di clausole antidilutive che presuppongano un'assegnazione gratuita di quote di nuova emissione (non proporzionalità estrema) si è espresso recentemente anche il Consiglio Notarile di Milano con la massima n. 186 del 3 dicembre 2019. Si tenga presente che nella prassi è frequente che l'attribuzione del diritto a ricevere quote non proporzionali può essere configurato quale diritto particolare delle categorie di quote ex art. 26, comma 2, d.l. 179/2012.

⁽³⁰⁾ La previsione di quote di categoria, standardizzate e munite di diritti particolari porta a chiedersi se l'autonomia statutaria delle s.r.l. possa spingersi fino al punto di configurare anche quote personalizzate di tipo tradizionale dotate di diritti particolari reali, destinati a circolare con la quota in caso di cessione della stessa. L'opinione dominante era in passato assolutamente contraria. In particolare, l'opinione preclusiva muoveva da una specifica indicazione contenuta nella relazione di accompagnamento alla Riforma del diritto societario del 2003 in cui si afferma che la previsione di quote fornite di diritti particolari avrebbe implicato una perdita del collegamento con la persona del socio cui invece fa specifico riferimento l'art. 3 lett. a) della legge delega (l. n. 366/2001). Così, v. TASSINARI, *La partecipazione sociale di società a responsabilità limitata e le sue vicende: prime considerazioni*, in *Riv. Not.*, 2003, 1424; PINNARÒ, *Commento all'art. 2468*, in *Società di capitali. Commentario* a cura di Nicolini-Stagno d'Alcontres, III, Napoli, 2004, 1499; CAGNASSO, *La società a responsabilità limitata*, in *Trattato di diritto commerciale* diretto da Cottino, Cedam, Padova, 2007, 35 e ss.. Tale opinione in passato dominante non sembra però ormai condivisibile. Infatti, l'attribuzione di diritti particolari alla quota, e non al socio, appare essere una tecnica diversa solo nelle modalità rispetto a quella indicata dall'art. 2468, comma 3, c.c., ma certamente volta al medesimo obiettivo. Nessuno può dubitare che l'attribuzione di diritti particolari alla quota sia uno strumento che consente di differenziare e valorizzare le partecipazioni sociali al pari come lo sia l'attribuzione di prerogative particolari patrimoniali e amministrative alla persona del socio, secondo lo schema dell'art. 2468, comma 3, c.c.. In questo senso, PALMIERI, *Principio di proporzionalità, diritti particolari dei soci e autonomia statutaria nella s.r.l.*, in *Riv. soc.*, 2011, 903. Pare opportuno ricordare che nel vigore della disciplina del 1942 l'opinione largamente prevalente era favorevole alla creazione di quote fornite di diritti particolari. Cfr. in questo senso, GRAZIANI, *Diritto delle società*, Morano,

mento nettamente prevalente è nel senso di ritenere che questi ultimi siano legati alla persona del socio e, quindi, da un punto di vista circolatorio, in mancanza di consenso unanime, si estinguono e non passano all'acquirente, diversamente, i diritti spettanti alle categorie di quote seguono la partecipazione e, in caso di cessione, non si estinguono, bensì si trasferiscono in capo al cessionario della quota.

Si tratta a ben vedere di diverse modalità di differenziazione e valorizzazione della posizione dei soci all'interno delle s.r.l. innovative (quote con particolari diritti attribuiti direttamente ai soci e categorie di quote), tra loro, io credo, neppure incompatibili. In questo senso, nella stessa s.r.l. innovativa non si ravvisano ostacoli ad ammettere la coesistenza di diritti particolari attribuiti al singolo socio e diritti diversi attribuiti a categorie di quote, anche non serializzate ⁽³¹⁾.

Dal punto di vista contenutistico, i diritti che possono essere attribuiti alle quote serializzate possono essere i più vari e anche variamente combinati fra loro. La disciplina in materia di società innovative sfugge ad ogni velleità di tipizzazione, ancor più di quanto non faccia l'art. 2468, comma 3, c.c.

Gli unici elementi di rigidità che inevitabilmente si devono riconoscere al riguardo concernono l'imputazione oggettiva dei diritti alla quota e la loro connotazione sociale ⁽³²⁾.

In questo senso, l'art. 26, comma 2, del d.l. 179/2012 riconosce alla società innovativa a r.l. la possibilità di creare categorie di quote dotate di *diritti* diversi e, al contempo, di determinare liberamente il contenuto delle varie categorie. La novella sembra così legittimare il convincimento che le categorie speciali di quote possano essere contraddistinte dal contenuto più vario e, quindi, non solo da diritti strettamente intesi, ma possano essere comprensive di qualsiasi situazione giuridica soggettiva, attiva o passiva, inerente alla quota e astrattamente suscettibile di una diversa attribuzione

Napoli, 1962, 456; SANTINI, *Società a responsabilità limitata*, in *Commentario Scialoja Branca, Zanichelli - Foro italiano*, Bologna-Roma, 1992, 39; RIVOLTA, *La società a responsabilità limitata*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, diretto da Cicu-Messineo e continuato da Mengoni, XXX, t. 1, Giuffrè, Milano, 1982, 166.

⁽³¹⁾ Nelle s.r.l. innovative, come pure nelle s.r.l. PMI, la posizione dei soci può essere differenziata attraverso l'uso di più tecniche contemporaneamente. Possono essere emesse quote tradizionali dotate di diritti inerenti alla persona del socio; quote categorizzate e serializzate con i diritti particolari inerenti alla quota stessa; quote categorizzate accomunate da diritti ad esse inerenti, assoggettate ad una disciplina di classe, ma non standardizzate. In argomento, v. SPERANZIN, *S.r.l. piccole-medie imprese tra autonomia statutaria e ibridazione dei tipi (con particolare riferimento alle partecipazioni prive del diritto di voto)*, in *Riv. soc.*, 2018, 355.

⁽³²⁾ L'attribuzione alle quote di categoria di diritti particolari che circolano con la quota consente alla società che le emette di attrarre evidentemente capitale di rischio. Attraverso simili partecipazioni possono essere garantiti ad investitori istituzionali, come pure ad investitori professionali, ampi e specifici poteri di ideazione, monitoraggio e realizzazione di piani per l'impresa, oltre naturalmente a vantaggi di natura economica non direttamente commisurati al valore dell'investimento.

ad una parte delle quote rispetto alle altre e che traggano la propria causa dal contratto di società, che siano cioè incidenti sulla posizione del beneficiario *uti socius* e non *uti tertius* ⁽⁵³⁾. In questa direzione, anche limitazioni al regime di circolazione così come limitazioni o esclusioni di talune prerogative sociali sono elementi idonei a qualificare le speciali categorie di quote ⁽⁵⁴⁾.

Seguendo l'impostazione prospettata, e potendo connotare le categorie di quote in funzione di una speciale regola circolatoria è certamente possibile ipotizzare una categoria di quote gravata da un vincolo di intrasferibilità *tout court*. Presumibilmente, un vincolo di tale natura potrebbe gravare sulle quote di categoria spettanti ai soci fondatori, i quali sono gli ideatori e gli artefici del progetto imprenditoriale, con l'evidente e comprensibile finalità di mantenere tali soggetti in società, essendo la loro presenza la principale garanzia del successo dell'iniziativa imprenditoriale.

Sul punto, si pone il tema della ammissibilità di una intrasferibilità di tali quote per un periodo di tempo superiore a quello previsto dall'art. 2469 c.c.

Ipotizzando che anche la disciplina di cui all'art. 24 del Regolamento sul *crowdfunding*, che riconosce ai soci *retail* un diritto di *exit* per un periodo almeno di tre anni dalla conclusione dell'offerta in caso di cessione della partecipazione di controllo a terzi, sia stata prevista allo scopo di bloccare in società le partecipazioni dei soci di controllo per un periodo funzionale allo sviluppo del *business*, si potrebbe immaginare di applicare

⁽⁵³⁾ A questo orientamento aderisce anche il Consiglio notarile di Milano, massima n. 95 del 18 maggio 2007, "*Clausole limitative della circolazione di partecipazioni sociali, applicabili solo a determinate categorie di azioni o a singoli soci (artt. 2548, 2555-bis, 2468 e 2469 c.c.)*", che nella motivazione afferma, in maniera esplicita, di accedere alla tesi che interpreta in modo estensivo il concetto di diritti diversi, quale fondamento della categoria di azioni, ossia nel senso più generale di qualsiasi situazione giuridica soggettiva spettante al possessore delle azioni, in dipendenza di una norma statutaria avente come destinataria solo una parte e non tutte le azioni emesse dalla medesima società. Il testo della motivazione recita: "È legittima la previsione statutaria di diverse regole di circolazione delle azioni di s.p.a. o delle partecipazioni di s.r.l., che siano applicabili non già a tutte le azioni o partecipazioni emesse dalla società, bensì solo ad alcune di esse. Tale facoltà — che incontra ovviamente i medesimi vincoli imposti dalla legge per la generalità delle azioni o partecipazioni sociali — può riguardare sia le clausole comportanti limiti alla circolazione in senso proprio (ad es. prelazione, gradimento, etc.), sia le altre clausole riguardanti in senso lato il trasferimento delle azioni (ad es. tecniche di rappresentazione delle azioni, riscatto, recesso convenzionale, etc.). In queste circostanze, il diverso regime di circolazione dà luogo: i) nella s.p.a., a diverse categorie di azioni ai sensi dell'art. 2548 c.c., ciascuna delle quali caratterizzata dalle regole statutarie ad essa applicabili; ii) nella s.r.l., a diritti particolari dei soci ai sensi dell'art. 2468 c.c., spettanti ai singoli soci cui si applica il diverso regime di circolazione".

⁽⁵⁴⁾ In senso conforme, v. CIAN, *Le Start up innovative a responsabilità limitata: partecipazioni, altri rapporti partecipativi e nuovi confini del tipo*, in *NLCC*, 2014, 1184; FREGONARA, *Trasferimento delle partecipazioni*, in *start up e PMI innovative*, diretto da Cagnasso e Mambriani, Zanichelli, 2020, 380; nello stesso senso, v. massima del Consiglio Notarile di Milano n. 173 del 27 novembre 2018, *Contenuto dei diritti diversi delle categorie di quote di s.r.l. PMI*, 380.

la medesima durata temporale anche all'intrasferibilità delle quote di controllo ⁽³⁵⁾.

Anche le quote di categoria attribuite agli investitori professionali in occasione di un'offerta di *crowdfunding* potrebbero essere connotate da siffatto un vincolo di intrasferibilità. La presenza di tali investitori, dotati di specifica competenza, svolge una funzione di garanzia in ordine alla serietà e affidabilità dell'offerta promossa e negli stessi termini viene percepita la loro permanenza nel capitale sociale una volta conclusa l'offerta. Per queste ragioni, sembrerebbe legittimo introdurre un vincolo alla cessione di tali quote per un periodo idoneo a garantire il buon esito delle operazioni di raccolta, certamente superiore a quello indicato dall'art. 2469 c.c.

Si tratterebbe in entrambi i casi di una interpretazione adeguatrice della disciplina in materia di società innovative imposta dalla maggiore autonomia contrattuale di cui tale modello societario ha bisogno nell'ottica di finanziarsi attraverso il ricorso al mercato dei capitali.

Possono essere parimenti emesse categorie di quote le cui peculiarità consistono nell'essere prive di talune prerogative che la disciplina codicistica in materia di società a r.l. riconosce in capo ai soci.

Alla luce del nuovo assetto organizzativo — partecipativo assunto dalle s.r.l. PMI, anche innovative, in cui l'apertura al mercato del capitale di rischio diviene un elemento naturale di tale modello societario, sono consentiti interventi limitativi o ablativi di tutte quelle prerogative che sono non più coerenti con il nuovo archetipo societario e con la flessibilità che tale modello societario ha assunto sotto il profilo del finanziamento in capitale di rischio ⁽³⁶⁾.

Le categorie di quote possono inoltre essere caratterizzate dalla attribuzione di un diritto in materia di amministrazione della società e/o di distribuzione degli utili, similmente a quanto disposto dall'art. 2468 c.c. con riferimento ai diritti *ad personam*.

Più nel dettaglio, può ritenersi acquisito che alle quote di categoria sia attribuibile il diritto di nominare uno o più amministratori o anche tutti gli amministratori. Sembra legittima anche l'attribuzione di un diritto di amministrare la società (nel caso, per esempio, in cui le categorie di quote

⁽³⁵⁾ Così anche FREGONARA, (nt. 34), 382.

⁽³⁶⁾ A seconda del diritto su cui l'atto costitutivo agisce in senso limitativo o ablativo, si possono verificare due diversi scenari: in taluni casi l'intervento limitativo non avrebbe alcun effetto accrescitivo sui diritti spettanti agli altri soci, come per esempio nel caso in cui venisse limitato il diritto di controllo *ex art.* 2476, comma 2, c.c.; in altri casi, invece, la riduzione delle prerogative spettanti ad una categoria di quote potrebbe comportare un accrescimento dei corrispondenti diritti spettanti ad altri soci, come nell'ipotesi in cui si volesse ridurre il diritto agli utili e lo si attribuisse in misura maggiorata agli altri soci. Così in argomento, v. CIAN, *S.r.l. PMI, S.r.l., S.p.A.; schemi argomentativi per una ricostruzione del sistema*, in *Riv. soc.*, 2018, 825.

appartenessero ad un unico socio) così come si può ammettere il diritto di autorizzare il compimento di particolari operazioni o di decidere il compimento di taluni atti gestori.

Per quanto concerne i diritti in ordine alla distribuzione di utili, è consentita l'emissione di quote che attribuiscono privilegi variamente articolati nella divisione degli utili, nel rispetto del limite sostanziale rappresentato dal divieto di patto leonino. Il privilegio può certamente estrinsecarsi, oltre che nel privilegio di godere di utili in misura superiore, anche in una semplice priorità nella percezione degli utili di esercizio, escludendo ad esempio il ricorso di tutti gli altri soci nel riparto fino a che il dividendo di quelli privilegiati non abbia raggiunto una certa quantità minima. Potrebbe anche riconoscersi un diritto di categoria nella distribuzione a determinate scadenze delle riserve disponibili costituite con utili accantonati come pure resta ammissibile la creazione di una categoria di quote che gode di una postergazione nelle perdite ⁽³⁷⁾.

La formulazione utilizzata dall'art. 26, comma 2, del d.l. 179/2012 consente, senza alcun dubbio al riguardo, all'autonomia statutaria di forgiare diritti *ad quotam* ulteriori e diversi rispetto a quelli espressamente menzionati dall'art. 2468, comma 3 ⁽³⁸⁾, c.c., concernenti l'amministrazione della società e la distribuzione degli utili. L'autonomia di cui oggi godono le s.r.l. innovative nel configurare i diritti speciali attribuiti alle categorie speciali di quote è molto ampia e gli interrogativi che in passato ci si poneva circa l'ammissibilità di diritti atipici risultano ormai svuotati di significato nel nuovo contesto nel quale l'autonomia dei soci sembra caratterizzare ancor di più questo tipo societario ⁽³⁹⁾.

L'apertura al mercato del capitale di rischio e al *venture capital* rende naturalmente possibile l'attribuzione alle categorie di quote di diritti finalizzati a tutelare gli interessi degli investitori professionali, di cui si fa ampio uso nel mondo del *venture capital* ⁽⁴⁰⁾.

Può essere quindi attribuito il diritto ad ottenere una *liquidation preference*. In tal caso, generalmente, all'investitore spetta un diritto di

⁽³⁷⁾ Gli statuti hanno ampia autonomia nella configurazione dei privilegi in materia di percezione degli utili. Vista la formulazione della norma, i diritti particolari connessi alle quote di s.r.l. innovative possono altresì consistere in una serie di privilegi che, pur non riguardando in senso tecnico la distribuzione degli utili, hanno pur sempre un contenuto patrimoniale, quali il diritto di essere postergato nella partecipazione alle perdite e il diritto ad essere preferito nella sottoscrizione di aumenti di capitale o nell'assegnazione prioritaria della quota di liquidazione. Va tuttavia ricordato che nelle *start up* innovative il diritto di percepire gli utili deve essere escluso per cinque anni dalla costituzione della società. Tali limitazioni non sussistono invece per le PMI innovative.

⁽³⁸⁾ SARACINO, *Categorie di quote e particolari diritti*, in *Start up e PMI innovative*, diretto da Cagnasso e Mambriani, zanichelli, 2020, 357 e ss.

⁽³⁹⁾ Possono essere emesse altresì categorie di quote che attribuiscono un diritto di recesso *ad nutum* o diritti di informativa periodica relativa all'andamento economico, finanziario e di *business* della società o, ancora, quote di godimento.

⁽⁴⁰⁾ In argomento, v. AGSTENER, CAPIZZI, GIUDICI, (nt. 11), 416 e ss.

preferenza nella distribuzione del ricavato derivante dalla liquidazione dell'investimento in occasione del verificarsi di determinate operazioni straordinarie, quali fusione, cessione d'azienda o cessione di partecipazioni di controllo. Al verificarsi di tali *liquidity events*, i proventi ricavati da tali operazioni vengono distribuiti ai soci investitori in via prioritaria rispetto agli altri soci, fino a che non ricevano un corrispettivo almeno pari al c.d. prezzo di sottoscrizione, a volte anche maggiorato di una determinata percentuale ⁽⁴¹⁾. Nella prassi, è frequente che le partecipazioni sociali possono attribuire agli investitori, unitamente alla *liquidation preference*, anche un diritto di covendita, ossia un diritto di decidere unilateralmente sia il momento che il prezzo a cui cedere le proprie partecipazioni sociali e quelle del socio o dei soci fondatori (*drag along*).

4. *Le possibili modulazioni dei diritti di voto spettanti alle categorie di quote.*

La disciplina in materia di società innovative a r.l. consente l'emissione di quote di categoria con un diritto di voto non proporzionale alla partecipazione ⁽⁴²⁾, confermando così come la graduazione del diritto di voto costituisca una delle modalità più efficaci di differenziazione delle partecipazioni della s.r.l., tipo societario connotato dalla rilevanza centrale dei rapporti tra i soci e dall'ampia autonomia statutaria.

⁽⁴¹⁾ Scontata è la possibilità di prevedere un diritto di preferenza in caso di scioglimento della società. Cfr. in questo senso AGSTENER, CAPIZZI, GIUDICI, (nt. 11), 434.

⁽⁴²⁾ La disposizione che legittima interventi sul diritto di voto delle categorie di quote è contenuta nell'art. 26, comma 3, del d.l. 179/2012. Tale disposizione è stata successivamente estesa alle s.r.l. PMI innovative, in virtù del richiamo contenuto nell'art. 4, comma 9, del d.l. 3/2015. È da notare come la disposizione citata si riferisca alle sole *start up* innovative che si siano costituite in forma di società a responsabilità limitata, mentre eventuali interventi sul diritto di voto delle azioni di società innovative in forma di s.p.a. continuano ad essere disciplinate dall'art. 2351 c.c. che consente già la derogabilità statutaria del principio della proporzionalità del diritto di voto. L'art. 26, comma 3, non viene richiamato dall'art. 57 del d.l. 50/2017 tra le disposizioni destinate ad essere estese a tutte le s.r.l. PMI. Non è chiaro se il mancato richiamo del terzo comma dell'art. 26 sia da attribuire ad una svista del legislatore o se sia invece una precisa volontà: quella di escludere la possibilità di emettere categorie di quote a voto differenziato in tutte o gran parte delle s.r.l. PMI oggi presenti sul mercato. Va però sottolineato come l'orientamento dottrinale assolutamente dominante sia nel senso di non precludere alle s.r.l. PMI la possibilità di emettere ugualmente categorie di quote senza diritto di voto, come pure categorie di quote o a voto limitato, condizionato o maggiorato. La possibilità di intervenire sul diritto di voto fino al punto di escluderlo del tutto sarebbe già legittimata dal principio di atipicità delle categorie di quote enunciato dal comma 2 dell'art. 26, richiamato esplicitamente per tutte le s.r.l. PMI, il quale — come già ricordato — consente la creazione di categorie di quote fornite di diritti diversi, il cui contenuto può nei limiti stabiliti dalla legge essere liberamente determinato anche in deroga all'art. 2468, commi 2 e 3, c.c.. In questo senso v. CAGNASSO, *Il socio di s.r.l. privo del diritto di voto. Qualche riflessione in tema di proprietà e controllo nell'ambito delle società PMI*, relazione al Convegno Orizzonti del Diritto Commerciale, Roma, 23-24 febbraio 2018, 17 del dattiloscritto; in questo senso v. ABRIANI, (nt. 13), 513.

Oggi, quindi, nelle società innovative in forma di s.r.l., in deroga al diritto spettante a tutti i soci di partecipare alle decisioni sociali ai sensi dell'art. 2479, comma 5, c.c., possono essere configurate dallo statuto categorie di quote totalmente prive del diritto di voto oppure categorie di quote con voto in misura non proporzionale alla partecipazione dal titolare detenuta ovvero con diritti di voto limitati a particolari argomenti o subordinati al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative ⁽⁴³⁾.

La possibilità espressamente riconosciuta di derogare al principio di proporzionalità tra il valore della partecipazione e il diritto di voto comporta giocoforza che l'autonomia negoziale possa creare categorie di quote

⁽⁴³⁾ L'ammissibilità di quote serializzate senza diritto di voto o a voto limitato, condizionato come pure maggiorato portano a domandarsi se sia parimente ammissibile una clausola che consenta l'emissione di quote tradizionali a voto differenziato, in deroga al principio di proporzionalità del diritto di voto sancito dall'art. 2479, comma 5, c.c.. La possibilità di emettere quote che attribuiscono il diritto di voto in misura non proporzionale è stata oggetto di dibattito già all'indomani dell'entrata in vigore della Riforma del 2003. L'orientamento dominante espresso in dottrina era nel senso della sua inammissibilità, attribuendo estremo rilievo al dato letterale offerto dall'art. 2479 comma 5 "ogni socio ha diritto a partecipare alle decisioni previste dal presente articolo e il suo voto vale in misura proporzionale alla sua partecipazione" e interpretando restrittivamente l'art. 2468 comma 3 (i diritti particolari lì menzionati sarebbero da considerare un *numerus clausus* e tra questi non è menzionato il diritto di voto). Cfr. in questo senso, Blandini, *Categorie di quote, categorie di soci*, Milano, Giuffrè, 2009, 69 ss.; Cian, *Diritto commerciale*, a cura di Cian, Torino, 2020, 823; ZANARONE, *Il ruolo del tipo societario dopo la riforma*, in *Il nuovo diritto societario*. Liber amicorum Campobasso, a cura di Abbadessa-Portale, Torino, 2006, I, 83. In generale prima della riforma CERRAI-MAZZONI, *La tutela del socio e delle minoranze*, in *Riv. soc.*, 1993, 3. La mia opinione è invece nel senso di ritenere il principio di proporzionalità tra partecipazione e diritto di voto, dettato dall'art. 2479, comma 5, c.c., derogabile, così come accade nella s.p.a. ex art. 2351, comma 1, c.c. a norma del quale "ogni azione attribuisce il diritto di voto". In questa prospettiva, infatti, assume un rilievo centrale il canone interpretativo rinvenibile nella legge delega (l. 366/2001) da cui origina la riforma del 2003, che all'art. 3, comma 1, lett. b), 1, affermava di "prevedere un'ampia autonomia statutaria" e, più esplicitamente, all'art. 3 comma 2, lettera f), richiedeva di "ampliare l'autonomia statutaria con riferimento alla disciplina del contenuto e del trasferimento della partecipazione sociale". Del resto, la possibilità di attribuire a taluno dei soci particolari diritti concernenti l'amministrazione, ai sensi dell'art. 2468 c.c., comma 3, c.c. quali il diritto di nomina degli amministratori o il diritto di decidere il compimento di talune operazioni gestorie, comporta giocoforza una deroga al principio di proporzionalità anche del diritto di voto, perché il diritto di voto di altri soci su tali argomenti deve essere necessariamente escluso o limitato in misura corrispondente al diritto spettante al socio titolare del diritto particolare. Inoltre, sembra essere ormai pacifico in dottrina che la formulazione dell'art. 2468, comma 3, c.c. possa essere intesa in senso esemplificativo e i diritti particolari spettanti ai soci di una s.r.l. possono essere anche ulteriori rispetto a quelli menzionati, potendo spaziare anche in campi diversi dall'amministrazione e dalla distribuzione degli utili, potendo avere ad oggetto diritti diversi. In questo senso, in dottrina v. BIANCHI e FELLER, Art. 2468, in *Comm. Marchetti, Bianchi, Ghezzi e Notari*, Giuffrè, 2008, 324 ss.; SPERANZIN, *Partecipazioni senza diritto di voto nella s.r.l.*, in *La struttura finanziaria ed i bilanci delle società di capitali*, Studi in onore di G.E. Colombo, Torino, 2011, 215; in senso contrario ZANARONE, art. 2479, in *Il Codice Civile Commentario*, fondato e diretto da P. Schlesinger e continuato da F.D. Busnelli, Milano, 2010, 1297; LUPETTI, *Deroga al criterio di proporzionalità tra partecipazione sociale e diritto di voto nelle s.r.l. tra vecchio e nuovo diritto societario*, in *Riv. Not.*, 2004, 1553. In senso favorevole a riconoscere il diritto di voto non proporzionale con riferimento alle quote tradizionali v. anche la massima del Consiglio Notarile di Milano n. 138 del 13 maggio 2014.

in cui il diritto di voto sia variamente modulato, tanto in *minus* quanto in *maius*, prevedendo categorie di quote diverse da quelle che sono espressamente previste dall'art. 26, comma 3, d.l. 179/2012. Possono quindi essere emesse partecipazioni con voto a scalare, con voto plurimo, con voto capitario, con voto determinante come pure con voto maggiorato ⁽⁴⁴⁾.

Si tratta, infatti, in tutti i casi di manifestazioni che esprimono situazioni di non proporzionalità, in cui cioè al possesso di una quota di un determinato valore nominale possono corrispondere diritti di voto diversi, più estesi o più ristretti, rispetto a quelli che spetterebbero ove il principio di proporzionalità fosse pienamente operante ⁽⁴⁵⁾.

Le modalità di partecipazione al capitale di rischio delle s.r.l. innovative sono così assai variegate, similmente a quanto accade nelle s.p.a., consentendo di aprire le porte in società a soci investitori portatori di interessi anche molto diversi.

Le quote prive di diritto di voto, a voto limitato o condizionato, come più volte detto, sono verosimilmente destinate a soggetti interessati principalmente al ritorno economico del proprio investimento, la cui presenza non compromette la sovranità dei soci fondatori. Il sottoscrittore di tali quote è equiparabile al socio di risparmio, fisiologicamente disinteressato all'esercizio dei diritti amministrativi connessi alla partecipazione al capitale sociale.

La limitazione o l'esclusione del diritto di voto si rivela un utile strumento anche nel caso in cui si voglia preservare in società famigliari il potere decisorio in capo solo ad alcuni soci, come pure si possono immaginare partecipazioni senza diritto di voto da assegnare ai dipendenti.

⁽⁴⁴⁾ La maggiorazione del diritto di voto non sembrerebbe rappresentare una caratteristica idonea di per sé a qualificare una categoria speciale di quote. Nelle società quotate, infatti, la maggiorazione di voto non è caratteristica dell'azione, ma è un vantaggio che può operare in relazione ad una determinata condizione in cui si trova l'azionista. Tale condizione è rappresentata dalla appartenenza per un periodo continuativo, quale stabilito dalla relativa clausola statutaria, comunque non inferiore a ventiquattro mesi decorrenti dalla iscrizione in un apposito elenco. Appare evidente che un meccanismo così costruito non sarebbe in grado di qualificare neppure nelle s.r.l. innovative una categoria di quote, ma nulla impedisce che il voto maggiorato così articolato possa essere attribuito ad una categoria di quote con proprie ed ulteriori caratteristiche. Nulla impedisce cioè che al titolare di speciali categorie di quote venga attribuito il voto maggiorato quale premio della sua fedeltà, perché anche in tali contesti societari potrebbe palesarsi la necessità di garantire la stabilità di una parte della compagine societaria. Tuttavia, stante l'autonomia tipologica della s.r.l. PMI, anche innovativa, rispetto alla s.p.a., e vista l'ampia autonomia di cui il modello s.r.l. gode nel determinare il contenuto delle quote di partecipazione al capitale sociale, potrebbe anche ritenersi che il meccanismo di maggiorazione del voto possa essere attribuito alle quote di categoria in presenza di condizioni di carattere oggettivo, e possa quindi essere strutturato come diritto inerente alle quote di categoria.

⁽⁴⁵⁾ Esclude che possano essere emesse categorie di quote con voto plurimo RINALDO, (nt. 8), 1536, la quale ritiene che i soci sottoscrittori di quote di categoria possano essere titolari solo di diritti partecipativi affievoliti ed esclude parimenti che il controllo della società possa essere attribuito a titolari di partecipazioni standardizzate.

Per contro, la possibilità di emettere quote a voto maggiorato, plurimo o dirimente permette di andare incontro alle esigenze di categorie di investitori più interessati a far sentire la propria voce in società, quali potrebbero essere i *venture capitalist* e/o gli stessi incubatori di *start up* innovative, come pure i soci fondatori, responsabili del progetto imprenditoriale innovativo.

La possibilità di emettere categorie di quote con una diversa modulazione del diritto di voto appare dunque di estrema importanza per le s.r.l. innovative, tanto nel caso in cui queste intendano aprirsi al pubblico risparmio, quanto nelle ipotesi in cui tali società intendano mantenere una compagine più ristretta e coinvolgere investitori professionali.

La presenza di categorie di quote con una diversa modulazione del diritto di voto, tanto in *minus* quanto in *maius*, porta a chiedersi se valgano anche in società innovative a r.l. limiti e condizioni alla creazione di tali tipologie di categorie di quote, legati alla percentuale del capitale sociale massima, come accade nella s.p.a.

Da un punto di vista letterale, le norme che hanno esteso la possibilità di creare categorie di quote con voto non proporzionale al valore del conferimento non hanno posto alcun limite quantitativo all'emissione di queste, né in valori assoluti né in termini percentuali rispetto al capitale sociale. Pur essendo su questo aspetto forte la similitudine con le fattispecie disciplinate in materia di s.p.a. dall'art. 2351 c.c., non ritengo applicabile analogicamente il limite quantitativo di cui comma 2° di tale articolo ⁽⁴⁶⁾.

L'art. 2351 comma 2 c.c. contiene una previsione a carattere inderogabile nel contesto proprio delle s.p.a.; essa rappresenta un limite di carattere eccezionale al principio di libera determinabilità dei diritti diversi delle categorie di azioni sancito dall'art. 2348 c.c., che viene giustificato dall'esigenza di evitare che sussista un eccessivo squilibrio tra proprietà e controllo, tra rischio (di perdere il valore della partecipazione) e potere (di determinare le sorti dell'impresa).

Tale principio non pare però riconducibile ad ogni tipo societario, non essendo presente né nelle società di persone né nelle società a responsabilità limitata. Nelle prime, il codice civile prevede espressamente che il potere di amministrare la società possa essere attribuito ad uno o più soci, a prescindere dall'entità della loro partecipazione. Nelle seconde, la possibilità di prevedere diritti particolari riguardanti l'amministrazione della società sembra essere la prova di come tale limite non sia ontologicamente insito nella natura della s.r.l.. Il che conferma che le regole volte ad assicurare il tendenziale equilibrio tra rischio e potere sono proprie della

⁽⁴⁶⁾ Ritiene applicabile l'art. 2351, commi 2 e 4, c.c., BENAZZO, (nt. 13), 1470. *Contra* CIAN, (nt. 13), 433; MALTONI, SPADA, (nt. 13), 127, almeno nei casi in cui la *start up* innovativa non sia organizzata corporativamente. L'opinione negativa è espressa altresì da CAPELLI, (nt. 13), 17.

società per azioni e risultano difficilmente compatibili in altri contesti societari. Pertanto, una loro applicazione analogica sembra da escludere.

La disciplina in materia di società innovative si limita a prevedere la possibilità per le società costituite in forma di s.r.l. di emettere categorie di quote prive del diritto di voto o a voto limitato o condizionato, ma traslascia di precisare quale sia la posizione dei soci a voto non pieno all'interno della compagine societaria e, in particolare, se eventuali limitazioni del diritto di *voice* comportino e giustifichino anche limitazioni di altri diritti amministrativi ad essi spettanti secondo la disciplina comune.

In particolare, il nodo da sciogliere è se al titolare di categorie di quote senza diritto di voto o a voto limitato spetti o meno il diritto di intervento in assemblea ⁽⁴⁷⁾ e il diritto di impugnare le deliberazioni assembleari o se invece tali diritti possano essergli preclusi, al pari di come accade nelle società azionarie.

Nelle s.r.l. PMI anche innovative, il diritto di voto del socio è tenuto distinto dal diritto di partecipare alla riunione dei soci e di prendere parte alla discussione che precede la votazione stessa. Pertanto, in linea di principio, eventuali interventi sul diritto di voto, volti a limitare o ad escludere quest'ultimo, sia con riferimento alle quote serializzate come pure a quelle tradizionali, non comportano di per sé alcuna esclusione o limitazione del diritto di intervento e di partecipazione alla decisione dei soci.

Tuttavia, la libertà di definizione del contenuto della partecipazione espressamente riconosciuta alla s.r.l. dalla legge delega e la possibilità riconosciuta a tale tipo societario dalle recenti riforme di aprirsi al pubblico risparmio e quindi di declinare il contenuto delle partecipazioni ad esso destinate in maniera coerente con gli interessi coinvolti inducono a ritenere ammissibili anche interventi volti ad escludere o limitare i diritti di intervento e di partecipazione alla decisione dei soci spettanti al socio senza diritto di voto o a voto limitato.

È indubbio, infatti, che il riconoscimento in capo ad un numero potenzialmente elevato di investitori c.d. di risparmio senza diritto di voto dei diritti di intervento e di partecipazione alle decisioni dei soci possa porre un tema di corretto funzionamento della società, rischiando di paralizzare la vita della società.

Osservazioni analoghe possono essere fatte anche con riferimento al diritto ad impugnare le deliberazioni annullabili *ex art. 2479-ter c.c.*. Anche questo diritto è configurato nel contesto delle s.r.l. quale un diritto autonomo rispetto al diritto di voto. Interventi limitativi sul contenuto del diritto di voto non comportano dunque di per sé anche una limitazione

⁽⁴⁷⁾ Il tema delle partecipazioni di s.r.l. senza diritto di voto è ampiamente trattato con riferimento alla s.r.l. di diritto comune da SPERANZIN, (nt. 43), 211 ss.

anche del diritto di impugnare le deliberazioni assembleari. Tuttavia, il contesto normativo di ampia autonomia della s.r.l. innovativa con particolare riferimento agli strumenti di tutela degli interessi dei soci non sembra in alcun modo precludere la legittimità della scelta volta ad escludere la legittimazione all'impugnativa delle deliberazioni annullabili in capo ai quotisti di categoria senza diritto di voto, valorizzando così la stabilità degli atti societari e riducendo i rischi di abuso del diritto di impugnativa ⁽⁴⁸⁾.

In ogni caso, ai quotisti di categoria cui sia precluso il diritto di impugnare le deliberazioni annullabili spetta la legittimazione a promuovere l'azione risarcitoria diretta a far valere il danno cagionato dalla non conformità della deliberazione alla legge o allo statuto.

5. *L'assetto dei diritti di informazione e controllo e la tutela dei soci nelle società innovative a responsabilità limitata.*

L'apertura delle società innovative a r.l. a diverse e potenzialmente numerose tipologie di investitori in capitale di rischio ed in particolare al pubblico risparmio pone il tema della comprimibilità in via statutaria dei diritti di informazione e controllo spettanti ai soci non amministratori, ai sensi dell'art. 2467, comma 2, c.c. ⁽⁴⁹⁾.

⁽⁴⁸⁾ Parzialmente diversa è invece l'opinione espressa da CAGNASSO, *La s.r.l. aperta*, in *Start up e P.M.I. innovative*, diretto da Cagnasso e Mambriani, Zanichelli, 2020, il quale con riferimento alle s.r.l. PMI distingue tra società aperte e società chiuse. Con riferimento alle prime, il socio senza diritto di voto è privo anche del diritto di intervento alle consultazioni o in assemblea e altresì del diritto ad impugnare le deliberazioni annullabili, analogamente a quanto accade nelle s.p.a. e nelle s.p.a. quotate. Nelle s.r.l. PMI chiuse invece il socio privo del diritto di voto mantiene il diritto di intervenire alle consultazioni o alle assemblee dei soci e il diritto di impugnare le deliberazioni annullabili. Tali diritti possono essere esclusi mediante apposita clausola dell'atto costitutivo.

⁽⁴⁹⁾ Sulla base della disciplina ordinaria, i soci possono esaminare i libri sociali e tutta la documentazione relativa all'amministrazione, e cioè tanto i documenti sulla base dei quali vengono assunte le scelte gestionali (e quindi contratti e accordi, corrispondenza, atti giudiziari e amministrativi che riguardano la società, memorie e pareri di professionisti), quanto i libri e le scritture contabili, nonché i registri tenuti ai fini dell'i.v.a. o in osservanza di altre disposizioni di legge (ad es. registro infortuni o della produzione di energia elettrica), le fatture, gli eventuali stati di avanzamento dei lavori, gli estratti conto e le evidenze dei rapporti bancari. Si tratta, con ogni evidenza, di poteri amplissimi di informazione e di consultazione, finalizzati ad acquisire: *i*) tutte le informazioni necessarie al fine di poter effettuare un controllo sull'operato degli amministratori; *ii*) un esercizio consapevole di tutti i diritti che derivano dalla posizione di socio; *iii*) nonché per poter facilitare l'esercizio dell'azione individuale di responsabilità di cui all'art. 2476, comma 3, c.c.. In argomento si rinvia *amplius* ABRIANI, *Controllo individuale del socio e autonomia contrattuale nella società a responsabilità limitata*, in *Giur. comm.*, 2005, I, 155; ABRIANI, *Commento sub art. 2476, in Codice commentato delle s.r.l.*, diretto da Benazzo-Patriarca, Torino 2006; GUIDOTTI, *Sulla derogabilità della norma relativa ai diritti di controllo del socio nella s.r.l.*, in *Giur. comm.*, 2010, I, 422; ANGELILLIS e SANDRELLI, *Articolo 2476 — Responsabilità degli amministratori e controllo dei soci*, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da Marchetti, Bianchi Ghezzi, Notari, *Società a responsabilità limitata*, a cura di Bianchi, *Artt. 2462-2483 c.c.*,

Tali diritti di controllo, assai pervasivi, sono stati previsti per un tipo societario chiuso, quale quello delineato dal legislatore della Riforma del diritto societario del 2003, in cui tutti i soci di s.r.l. sono fortemente coinvolti nella gestione della società e nel controllo della stessa. Appaiono, invece, sovradimensionati in una struttura societaria aperta in cui è presente capitale di rischio anche a proprietà dispersa, anonima e non qualificata⁽⁵⁰⁾.

Il riconoscimento di poteri di controllo così ampi ad un numero potenzialmente elevato di soci pone innanzitutto un tema non secondario di riservatezza e di opportunità: si rischia che informazioni sensibili possano essere acquisite da qualunque socio, magari a fronte di una partecipazione al capitale sociale che può essere anche di minima entità⁽⁵¹⁾, aumentando il rischio di diffusione di tali informazioni e quindi scoraggiando eventuali investitori dall'apportare risorse in società⁽⁵²⁾.

Inoltre, diritti di controllo di tale ampiezza riconosciuti a ciascun socio, indipendentemente dall'entità della propria partecipazione al capitale sociale e *sine condicione*, potrebbero trasformarsi in un'arma di ricatto in caso di elevata litigiosità interna. Vieppiù che il diritto di controllo spettante ai soci nelle s.r.l. è privo di quei correttivi che sono invece presenti nelle società di persone, dove esiste un sistema di *check and balance* in grado di impedire un uso strumentale e ricattatorio del diritto in parola consistente, oltre che nella responsabilità illimitata, anche nel divieto di non concorrenza nonché nella possibilità di essere esclusi dalla compagine societaria⁽⁵³⁾.

Per queste ragioni, eventuali interventi da parte dell'autonomia statu-

Giuffrè, Milano, 2008, 713; AMBROSINI, *Commento sub art. 2476*, in *Società di capitali. Commentario*, a cura di Nicolini Stagno d'Alcontres, II, Napoli, 2004, 1578; CAPELLI, *Il controllo individuale del socio di s.r.l. Il modello legale*, Milano, 2017.

⁽⁵⁰⁾ Antecedentemente alla riforma del 2003, la disciplina in materia di s.r.l. attribuiva ampi poteri di controllo ad una minoranza qualificata, evitando così in radice pericoli e disagi connessi con l'esercizio di tali poteri da parte dei singoli soci.

⁽⁵¹⁾ Si tratta di poteri che nel regime ordinario vengono riconosciuti anche in presenza di un organo di controllo interno. In tal senso, v. ZANARONE, *Le altre società di capitali*, in ALLEGRI (e altri), *Diritto commerciale*, Monduzzi, Bologna, 2004, 316 s.; CAGNASSO, *Commento all'art. 2476 c.c.*, in *Il nuovo diritto societario*, 1883, 199; SALAFIA, *Commento all'art. 2476 c.c.*, in *Codice commentato delle nuove società*, a cura di Bonfante, Corapi, Marziale, Rordorf, Salafia, Ipsosa, Milano, 2004, 1064; ASSOCIAZIONE PREITE, *Il diritto delle società*, a cura di Olivieri, Presti e Vella, Il Mulino, Bologna, 2004, 287; SANTOSUOSSO, *La riforma del diritto societario*, Giuffrè, Milano, 2003, 220.

⁽⁵²⁾ Esprime invece qualche perplessità sull'appetibilità delle categorie di quote depenziate quanto ai diritti di ispezione e controllo CORSO, *Società innovative aperte al mercato*, in *Start up e PMI innovative: scelte statutarie e finanziamento*, ESI, 2019, 60, vista la particolare tipologia di investitori a cui esse sono, almeno in teoria, destinate (*crowdfunders*), i quali potrebbero invece essere interessati ad esprimere un maggiore coinvolgimento nella vita della società, se non altro sotto forma di un diritto ad essere informati sullo sviluppo dei prodotti e sugli obiettivi attorno a cui si è incentrata la campagna di *crowdfunding*.

⁽⁵³⁾ Cfr. VELLA, *La riforma del diritto societario dieci anni dopo*, *Atti del Convegno, Milano 13-14 giugno 2014*, in *Quaderni di Giur. Comm.*, 2015, 165.

taria nel senso di limitare o escludere i diritti di informazione e controllo ai soci non amministratori sono certamente opportuni ⁽⁵⁴⁾ e, a mio avviso, anche legittimi ⁽⁵⁵⁾.

Tali prerogative erano nel contesto normativo delineato dalla Riforma del diritto societario del 2003 interpretate quali espressione del principio di rilevanza centrale del socio e per tale ragione considerate inderogabili dall'autonomia statutaria, pur in assenza di una espressa indicazione del legislatore in questo senso. Il mutato contesto normativo, quale risultante dalle Riforme del 2012-2017 che hanno legittimato la s.r.l. PMI, anche innovativa, ad aprirsi al mercato dei capitali, impone una diversa lettura in chiave dispositiva delle disposizioni, quali quelle contenute nell'art. 2476, comma 2, c.c., che presuppongono l'unicità di un fenomeno (la s.r.l. caratterizzata dalla presenza di tutti i soci coinvolti nella gestione e controllo della società) oggi non è più attuale, essendo questo del tutto eventuale. La s.r.l. PMI anche innovativa che si apre al mercato dei capitali di rischio e che sollecita l'investimento di diverse classi di investitori, incluso il pubblico risparmio, deve poter contare su un'ampia libertà e autonomia nel configurare il contenuto delle partecipazioni destinate ai diversi soci e nel delineare il più corretto bilanciamento degli interessi di tutte le parti di volta in volta coinvolte.

Una lettura in questo senso della disposizione citata pare essere inoltre perfettamente coerente con gli altri principi della legge delega al Governo per la riforma del diritto societario (l. n. 366 del 2001) esprimenti la volontà di lasciare ampio spazio all'autonomia dei soci di s.r.l. per tutto quanto attiene alla tutela dei loro interessi e al contenuto delle partecipazioni sociali ⁽⁵⁶⁾.

Peraltro, una lettura restrittiva dell'autonomia statutaria introdurrebbe nelle s.r.l. un regime più severo di quello previsto per le società di persone, ove il diritto di informazione è invece ritenuto disponibile ⁽⁵⁷⁾, disincentivando così il ricorso a tale tipo societario, perseguito invece dal

⁽⁵⁴⁾ In questo senso v. ABRIANI (nt. 49), 160, anche se con riferimento alla s.r.l. di diritto comune e antecedentemente alla legge di riforma del diritto fallimentare.

⁽⁵⁵⁾ Appare, invece, incontrovertito che il socio possa disporre in concreto dei propri diritti di informazione, rinunciando ad esercitarli. Così ANGELICI, *La riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale*, Cedam, 2003, 72; PERRINO, *Il controllo individuale del socio di società di capitali: fra funzione e diritto*, in *Giur. comm.*, 2006, 664, testo e nt. 64; MONTAGNANI, *Il controllo giudiziario: ambito di applicazione e limiti dell'attuale tutela*, in *Riv. soc.*, 2004, 1124.

⁽⁵⁶⁾ Un altro elemento pare suggerire una diversa lettura della norma contenuta nell'art. 2476, comma 2, c.c.: il suo tenore letterale, che non riproduce la sanzione della nullità per i patti contrari, invece, contenuta nella disposizione previgente. È vero che questo dato di per sé non è sufficiente ad affermare la derogabilità della norma, ma l'eliminazione dell'inciso è un elemento da cui non si può completamente prescindere.

⁽⁵⁷⁾ Così BUONOCORE, *Società in nome collettivo*, in *Commentario al codice civile diretto da Schesinger*, Milano, 1995, 201 -2; CAGNASSO, *La società semplice*, in *Trattato di diritto civile diretto da Sacco*, Torino, 1998, 182.

legislatore come obiettivo principale tanto della Riforma del diritto societario del 2003 che dei successivi interventi normativi che si sono succeduti fino al 2017 e che hanno visto quale destinatario privilegiato proprio la s.r.l.

Un argomento frequentemente utilizzato in dottrina per sostenere l'inderogabilità del diritto di informazione e controllo è il rapporto di indubbia strumentalità che esiste tra tale diritto e la legittimazione all'esercizio dell'azione di responsabilità spettante a ciascun socio. L'art. 2476, comma 2, c.c. consentirebbe cioè al socio di raccogliere le informazioni e gli elementi necessari al fine di esercitare l'azione di responsabilità nei confronti degli amministratori ⁽⁵⁸⁾.

Pur riconoscendo l'esistenza di un rapporto di strumentalità tra il diritto di informazione e controllo e la legittimazione all'esercizio dell'azione individuale di responsabilità, e pur consapevoli del fatto che l'esercizio di tale azione sarebbe più complesso in assenza di un penetrante diritto di informazione e controllo, anche se non certo impossibile, ritengo si tratti di un argomento in realtà non risolutivo.

In primo luogo, perché anche nelle società di persone come pure nelle società per azioni, i due istituti sono delineati quali diritti autonomi tra loro. Più precisamente, nelle società di persone la legittimazione all'esercizio individuale dell'azione di responsabilità è assolutamente svincolato dal diritto di controllo, unanimemente considerato derogabile dall'autonomia statutaria. Nelle società per azioni, l'azione di responsabilità della minoranza non si accompagna ad un ampliamento delle prerogative informative.

Inoltre, perché la stessa legittimazione all'esercizio individuale dell'azione di responsabilità contro gli amministratori può essere oggetto di interventi limitativi ad opera del regolamento contrattuale.

Si tratta, infatti, anche in questo caso di una prerogativa posta a tutela degli interessi dei soci e, solo in via indiretta ed eventuale, a tutela di interessi di carattere generale (dipendendo fondamentalmente dai concreti rapporti sussistenti tra soci e amministratori), su cui può, dunque, secondo l'interpretazione qui proposta, intervenire l'autonomia statutaria nel senso di limitarla o escluderla.

Tale ricostruzione sembra altresì sostenibile alla luce dei recenti interventi effettuati dalla riforma della crisi di impresa che ha reintrodotta nel contesto normativo in materia di s.r.l. sia la denuncia al Tribunale di cui all'art. 2409 c.c. che l'azione di responsabilità contro gli amministratori spettante ai creditori sociali di cui all'art. 2476, comma 6, c.c. evidentemente allo scopo di tutelare in maniera più diretta gli interessi di carattere

⁽⁵⁸⁾ PARRELLA, Sub Art. 2476, in *Aa.Vv.*, *La riforma delle società*, a cura di Sandulli Santoro, Tomo 3, Torino, 2003, 121.

generale in società a responsabilità limitata in cui entrano investitori in capitale di rischio ⁽⁵⁹⁾.

L'opzione di limitare o escludere i diritti informativi va dunque rimessa all'autonomia dei soci e non va — a mio avviso — controbilanciata dalla presenza di un organo di controllo interno ⁽⁶⁰⁾.

Non vi è traccia, infatti, nella disciplina in materia di s.r.l. di alcuna correlazione tra il controllo del socio non amministratore e quello esercitato dall'organo di controllo, correlazione che invece era presente nel vecchio regime quando i diritti di controllo avevano una diversa latitudine a seconda dell'esistenza o meno del collegio sindacale ⁽⁶¹⁾. Nell'assetto quale risultante dalla Riforma del 2003 e non modificato dalle recenti riforme che si sono succedute nel tempo, le due diverse forme di controllo, quella del socio non amministratore e quella spettante all'organo di controllo, ove presente, mantengono una propria autonomia e differenziazione.

6. *L'apertura al mercato del capitale di rischio e i vincoli al trasferimento dei soci di controllo.*

La disciplina in materia di società innovative a responsabilità limitata

⁽⁵⁹⁾ V. ABRIANI-ROSSI, *Nuova disciplina della crisi di impresa e modificazioni del codice civile: prime letture*, in *Società*, 2019, 393.

⁽⁶⁰⁾ Più articolata è invece in proposito l'opinione di ABRIANI, *Struttura finanziaria, assetti proprietari e assetti organizzativi della società a responsabilità limitata PMI. Que reste-t-il della s.r.l.?*, relazione presentata al IX Convegno annuale dell'Associazione Orizzonti del diritto commerciale, Roma, 23-24 febbraio 2018, 10, il quale ritiene legittimo un intervento limitativo dei diritti di controllo tanto nei confronti delle quote tradizionali che nei confronti delle quote di categoria. Egli distingue a seconda che sia presente o meno un organo di controllo interno. In assenza di un organo di controllo interno, interventi limitativi tanto sulle quote tradizionali che sulle quote di categoria, allorché esse rappresentino l'intero capitale sociale, sono possibili solo a condizione di lasciare comunque impregiudicati i diritti che la legge attribuisce al socio accomandante della società in accomandita semplice: diritto di avere comunicazione annuale del bilancio e del conto dei profitti e delle perdite e di controllarne l'esattezza consultando i libri e gli altri documenti della società. Se, invece, è presente un organo di controllo interno, l'autonomia statutaria può intervenire più incisivamente, riconoscendo quale limite inderogabile le prerogative di cui all'art. 2422 c.c.. Nello stesso senso, CORSO, *Le s.r.l. "aperte" al mercato tra governance societaria e diritti dei soci*, Milano, 2021, 251.

⁽⁶¹⁾ Vale la pena di sottolineare come oggi il Codice della crisi di impresa e dell'insolvenza abbia ridefinito le soglie dimensionali in presenza delle quali scatta l'obbligo per le s.r.l. di nominare un organo di controllo interno, anche se le ipotesi di s.r.l. innovative sottosoglia rimangono comunque attuali. Tuttavia, l'obbligo introdotto dal Codice della crisi di impresa e dell'insolvenza per tutte le imprese in forma societaria di dotarsi di assetti organizzativi, amministrativi e contabili adeguati sembra deporre nel senso di una necessaria attivazione dell'organo di controllo interno per le s.r.l. PMI che ricorrono al mercato del capitale di rischio. Così le raccomandazioni formulate dall'Ordine dei dottori commercialisti e degli esperti contabili, *Governance e controlli interni nelle società non quotate alla luce del Codice della crisi di impresa*, (a cura di) Novati-Vicari, 2019.

che consente a tale modello societario di emettere categorie di quote dotate di diritti diversi, anche in misura non proporzionale al conferimento effettuato, con un diritto di voto variamente modulato, in *minus* come pure in *maius*, e di offrirle al pubblico, è preordinata all'obiettivo di adeguare le formule partecipativa alle esigenze delle diverse tipologie di soci che entrano a far parte del capitale sociale, fissando in partenza la diversità dei ruoli che questi sono destinati ad assumere.

Tale modello di impresa è stato dunque pensato e costruito dal legislatore per avere al proprio interno una compagine societaria mista, caratterizzata, cioè, dalla presenza e dalla convivenza di diverse tipologie di soci portatori di istanze diverse. Accanto ai soci fondatori, generalmente titolari (almeno all'inizio) di una partecipazione di controllo, che sono gli artefici del progetto imprenditoriale a carattere innovativo e la cui permanenza in società è considerata strategica per il successo dell'iniziativa imprenditoriale, vi sono i soci investitori *retail*, titolari di partecipazioni di minoranza, attratti principalmente dal ritorno economico-finanziario dell'investimento e istituzionalmente disinteressati alla gestione della società, i quali hanno acquistato le proprie partecipazioni attraverso un'offerta al pubblico, e i soci investitori professionali, quali per esempio i fondi di investimento o di *venture capital*, interessati al ritorno economico dell'investimento fatto in società, ma attivamente coinvolti su molteplici aspetti concernenti la gestione della stessa.

Le diverse classi di investitori interessate ad acquisire quote di capitale di rischio, pur essendo portatrici di interessi non completamente coincidenti quanto all'investimento effettuato, condividono il medesimo rapporto fiduciario con i soci fondatori e ragionevolmente ideatori dell'iniziativa imprenditoriale (secondo il principio per cui "si investe sull'idea, ma soprattutto sulla squadra che la dovrà realizzare) e sono tutte interessate a ché questi mantengano la propria posizione all'interno della compagine societaria almeno fino a quando il *business* non abbia raggiunto una propria maturità.

Tuttavia, la disciplina in materia di società innovative tutela in questo senso unicamente la posizione dei soci investitori non professionali di minoranza che abbiano acquistato o sottoscritto partecipazioni delle società innovative per il tramite dei portali *on line* ⁽⁶²⁾, riconoscendo loro un

⁽⁶²⁾ Il *Regolamento sulla raccolta di capitali tramite portali on line*, adottato con delibera n. 18592 del 26 giugno 2013 e modificato da ultimo con la delibera n. 21259 del 6 febbraio 2020, contiene la disciplina secondaria emanata dalla Consob. L'art. 24 di tale Regolamento prevede che a favore dei soci investitori non professionali devono essere previste nello statuto clausole contenenti un diritto di recesso dalla società ovvero una clausola di covendita o altro diritto equivalente da esercitarsi nel caso di cambio di controllo della società. La verifica della presenza di tali diritti nell'atto costitutivo, nonché le relative modalità e condizioni di esercizio sono di competenza del gestore del portale *on line*. Nessuna forma di tutela a favore degli investitori non professionali è invece prevista nel caso in cui le società

diritto di *exit* nel caso in cui i soci di controllo cedano, direttamente o indirettamente, la propria partecipazione a terzi successivamente all'offerta⁽⁶³⁾.

A norma dell'art. 24 del Regolamento *crowdfunding*, lo statuto o l'atto costitutivo delle società innovative, siano esse *start up* come pure PMI innovative, devono prevedere a favore di tali soggetti un diritto di recesso dalla società ovvero una clausola di covendita⁽⁶⁴⁾ delle partecipazioni ovvero altre clausole che attribuiscono un analogo diritto a cedere le proprie partecipazioni⁽⁶⁵⁾ per un periodo non inferiore a tre anni dalla pubblicazione dell'offerta⁽⁶⁶⁾.

innovative decidano di effettuare un'offerta al pubblico nelle forme di cui agli artt. 94 e ss. del Tuf. In argomento, si rinvia a quanto contenuto nel testo.

⁽⁶³⁾ Riconosce che la previsione di una tutela per gli investitori in caso di mutamento del controllo sottolinei la logica per così dire fiduciaria sottesa all'operazione finanziaria riguardata anche CIAN, (nt. 36), 835.

⁽⁶⁴⁾ Il diritto di covendita, o utilizzando la terminologia anglosassone *tag along*, è il diritto potestativo spettante ai soci di vendere la propria partecipazione al terzo che abbia formulato un'offerta di acquisto avente ad oggetto la partecipazione di controllo. La vendita dai soci di minoranza al terzo avverrà sulla base dei termini e delle condizioni che il terzo si è impegnato ad applicare al socio di controllo stesso, così consentendo ai soci di minoranza di beneficiare del c.d. premio di controllo. Il contenuto della clausola che riconosce il *tag along* è solo socialmente tipico, quindi, la sua concreta modulazione è rimessa alle parti e alla loro forza negoziale. In argomento cfr. Trib. Milano, 31 marzo 2008, in *Soc.*, 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 *Soc.*, 2018, 1118 con commento di DI BITONTO; D'ALESSANDRO, *Patti di covendita (Tag Along e Drag Along)*, in *Riv. dir. civ.*, 2010, I, 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*, diretta da Irrera, Bologna, 2011, 442 ss.

⁽⁶⁵⁾ I diritti di *exit* spettanti ai soci investitori possono assumere la forma del diritto di recesso o della clausola di covendita, ovvero altra clausola statutaria che assicuri il medesimo risultato. Le modalità di uscita dalla compagine societaria sono previste dal regolamento *crowdfunding* come ipotesi alternative, rimesse alla volontà dei soci in sede di redazione dell'atto costitutivo o di una sua successiva modifica, ma nulla sembra ostare ad una presenza congiunta di esse. Diversa è invece l'opinione espressa in argomento da DENTAMARO, *Le offerte condotte esclusivamente sul portale e gli strumenti a diretta tutela dell'investimento non professionale*, in *Riv. dir. imp.*, 2017, 573, la quale ritiene che non sarebbe consentito dalla lettera della disposizione regolamentare che lo statuto prevedesse entrambe le clausole, inducendo il termine *ovvero* contenuto nell'art. 24, comma 1, lett. a), del regolamento *Crowdfunding* a ritenere i diritti di *exit* alternativi tra loro. Nel caso in cui tali ipotesi fossero presenti congiuntamente, saranno i soci di minoranza a scegliere come uscire dalla compagine societaria e ottenere la liquidazione della quota. Le diverse modalità di disinvestimento non perseguono del resto finalità del tutto coincidenti. Il diritto di co-vendita, oltre che assicurare un meccanismo di *exit*, mira a consentire in fase di liquidazione la maggiore valorizzazione possibile dell'investimento effettuato dai soci di minoranza, riconoscendo loro il diritto di alienare la propria partecipazione alle medesime condizioni offerte dal terzo al socio di controllo. Il diritto di recesso, invece, è volto a prevedere una via di uscita dalla società, rimediando alla prevedibile carenza di un mercato liquido in cui il socio possa rivendere la propria partecipazione minoritaria.

⁽⁶⁶⁾ Nella previsione originaria, quale contenuta nel testo del regolamento *crowdfunding* del 2013, invece, con riferimento alle sole *start up* innovative, i suddetti diritti dovevano essere riconosciuti per tutto il periodo in cui sussistevano i requisiti previsti per la *start up* innovativa e comunque per almeno tre anni dalla conclusione dell'offerta. Il termine è stato

In realtà, le esigenze di tutelare l'affidamento nel mantenimento sulla presenza e sul ruolo di centralità dei soci fondatori, considerati determinanti per il successo dell'iniziativa economica a carattere innovativo, soprattutto allorché l'innovazione sia a carattere tecnologico, si pongono con riferimento a tutti coloro che hanno investito in tali tipologie di società, sia con riferimento ai soci *retail* che ai soci investitori professionali, indipendentemente dal canale utilizzato per la sottoscrizione e l'acquisto delle partecipazioni societarie.

Tuttavia, appare evidente che mentre i soci che acquistano una partecipazione, anche di minoranza, mediante trattativa privata possono negoziare la previsione di una *way out* per il caso di cessione del controllo da parte dei soci fondatori, è altresì lapalissiano come tale possibilità sarebbe invece preclusa allorché la sottoscrizione e l'acquisto di partecipazioni societarie sia articolata come operazione di massa. Ciò giustifica la previsione regolamentare di cui all'art. 24, comma 1, nel caso di un'offerta al pubblico nelle forme del *crowdfunding*, e forse, a mio avviso, avrebbe giustificato anche l'estensione della medesima regola in caso di offerta al pubblico nelle forme tradizionali.

La posizione dei soci di minoranza che non siano clienti professionali, i quali abbiano eventualmente acquistato strumenti finanziari offerti ai sensi dell'art. 94 del Tuf, è, infatti, esattamente speculare a quella dei *crowdfunders*. Anch'essi si trovano nella posizione di sottoscrivere l'offerta o non sottoscriverla, senza poter negoziare individualmente alcuna parte dell'investimento. Lo stesso trattamento dovrebbe trovare luogo ogni qualvolta si realizzi la medesima operazione finanziaria, non rilevando la modalità attraverso la quale si è proceduto all'acquisto della partecipazione minoritaria (*crowdfunding* o offerta al pubblico *ex art. 94 Tuf*).

Ancora, in argomento, non si può non considerare come il riconoscimento di un diritto di *exit* in capo ai soci di minoranza in caso di trasferimento della partecipazione dei soci di controllo appaia del tutto giustificato per le *start up* innovative, per società cioè ancora in una fase embrionale del progetto imprenditoriale tecnologicamente innovativo, in cui le qualità personali, le conoscenze tecnologiche e la capacità di visione

invece successivamente portato a tre anni dalla pubblicazione dell'offerta. Si tratta di un termine minimo, ma in ogni caso piuttosto breve, soprattutto se calato in un contesto societario quale quello delle *start up* innovative, perché tali società spesso cominciano a produrre utili dopo la fase di incubazione, con l'evidente conseguenza che i soci di minoranza cui tale diritto è riconosciuto potrebbero non riuscire a condividere un eventuale premio di controllo. Infatti, ipotizzando che la società in fase di *start up* abbia promosso un'offerta pubblica su portale delle proprie partecipazioni nell'anno della sua costituzione e che tale società diventerà profittevole dopo il 5° anno di vita, viene da sé che la caducazione dei diritti delle minoranze dopo il terzo anno si tradurrebbe nell'impossibilità di partecipare per queste del c.d. premio di controllo. Stante la formulazione della normativa regolamentare, non resta che sperare nell'adozione di *best practice* volte ad introdurre statutariamente una durata più lunga del diritto di covendita come pure di recesso.

dei soci fondatori sono essenziali per la buona riuscita del progetto imprenditoriale e l'evoluzione dello stesso verso una maggiore maturità⁽⁶⁷⁾. In un simile contesto, è intuitivo come il cambio dei soci di controllo non possa dirsi indifferente per i soci di minoranza, i quali hanno aderito all'offerta di *crowdfunding* verosimilmente perché convinti dalle capacità imprenditoriali dei c.d. soci promotori, ma anche per la riuscita del progetto imprenditoriale nel suo complesso.

Il discorso si pone in termini diversi con riferimento alle PMI innovative, società di maggiori dimensioni, la cui attività innovativa appartiene ad una fase più matura e può non avere un carattere tecnologico⁽⁶⁸⁾.

In tale diverso contesto, vi è la preoccupazione che la disposizione regolamentare possa rappresentare un deterrente all'acquisto di partecipazioni di controllo, viste le conseguenze economiche per chi le acquista, soprattutto nel caso in cui ai soci di minoranza spetti un diritto di covendita. Il timore è che la presenza di clausole di recesso o covendita o altra equivalente nello statuto possa tradursi in un ostacolo alla contendibilità di società medio piccole, che potrebbero invece trarre benefici in termini di prospettive di crescita della società da un eventuale cambio di controllo, una volta superata la fase c.d. di *start up*, e quindi una volta iniziata una fase in cui il successo dell'iniziativa imprenditoriale è meno legata alle persone dei soci fondatori.

Il presupposto per l'attivazione dei diritti di *exit* consiste nel trasferimento, diretto o indiretto, a terzi della partecipazione di controllo della

⁽⁶⁷⁾ Le società innovative sono società in cui, come detto nel testo, esiste un nesso oggettivo e indiscutibile tra i soci fondatori e generalmente di controllo, capaci di generare innovazione e quindi responsabili della bontà dell'iniziativa imprenditoriale, e i risultati positivi raggiunti dalla società. In tale contesto societario è evidente che essendo la capacità di generare innovazione fortemente legata alle persone fisiche, il mutamento dei soci di controllo può dirsi rilevante per la riuscita del successo imprenditoriale. Tali caratteristiche non si rinvencono invece nelle società appartenenti a settori più tradizionali, in cui — soprattutto con riferimento a piccole e medie imprese che siano già mature — il cambio di controllo non è un fenomeno patologico, ma anzi potrebbe essere prodromico ad una maggiore crescita delle società stesse. La previsione di un diritto di covendita o di recesso anche in tali società potrebbe rendere eccessivamente oneroso il cambio di controllo, anche se da un punto di vista di *governance* e, in considerazione delle tutele offerte dalla normativa ai soci di minoranza dall'ordinamento, è utile tenere a mente che l'adeguata remunerazione del socio di minoranza non qualificata attraverso l'esercizio della clausola di covendita si giustifica anche alla luce della rilevante facilitazione di gestione ed autonomia operativa conseguibile dal soggetto acquirente.

⁽⁶⁸⁾ Si sottolinea come l'art. 24 del Regolamento *Crowdfunding* condizioni la presenza della clausola di covendita e di recesso al trasferimento della partecipazione di controllo, cioè all'ipotesi in cui il socio o i soci che abbiano la maggioranza dei voti esercitabili in assemblea ordinaria alienino la propria partecipazione societaria a terzi, nel presupposto che i soci di maggioranza e i soci fondatori responsabili della bontà del progetto imprenditoriale coincidano. Tale ipotesi è la più probabile nelle *start up* innovative, ma potrebbe non esserlo nelle piccole e medie imprese.

società innovativa ⁽⁶⁹⁾, nel presupposto che tale partecipazione sia nelle mani dei soci fondatori. Se ne deduce che la fattispecie in esame non include le ipotesi in cui si verifichi un cambio di controllo del tutto indipendente dal trasferimento della partecipazione sociale. Parimenti, gli strumenti di tutela previsti dallo statuto non possono essere attivati, per esempio, nel caso i soci fondatori posseggano e cedano una quota di minoranza che non attribuisce il controllo o ancora nel caso in cui la partecipazione di controllo venga ceduta non a terzi, ma a soggetti già soci della società.

Tali conclusioni a cui si perviene stando al chiaro dato testuale pongono qualche dubbio sull'opportunità della scelta del legislatore secondario, dal momento che non sembrano tenere in adeguata considerazione ulteriori fattispecie che potrebbero causare un mutamento altrettanto rilevante per la società.

In altri termini, se la *ratio* della norma è quella di tutelare l'affidamento fatto dai *crowdfunders* — quali soci di minoranza — nel caso di uscita dalla società, o comunque di cessione della partecipazione di controllo, da parte dei soci fondatori, stupisce come la norma non contempli le ipotesi di cessione della partecipazione di controllo da parte dei soci fondatori a soggetti che fossero già soci, evidentemente di minoranza, come pure il caso di recesso dalla compagine societaria di uno dei soci fondatori. Sembrerebbe quindi opportuna una interpretazione estensiva volta a ricomprendere tutti i casi in cui vi sia effettivamente una uscita dei fondatori dalla società o una cessione del controllo, comunque attuata.

Per comprendere esattamente l'ambito di applicazione della norma regolamentare, è di fondamentale importanza, soprattutto nel contesto delle s.r.l., è identificare esattamente cosa si intenda per partecipazione di controllo, la cui cessione fa scattare il diritto di *exit*.

Il Regolamento *Crowdfunding*, all'art. 2, comma 2, lett. f), contiene una nozione di controllo rilevante ai fini dell'operatività delle suddette clausole, che circoscrive il controllo alle "*ipotesi in cui un soggetto, persona fisica o giuridica, ovvero più soggetti congiuntamente, dispongano, direttamente o indirettamente, anche tramite patti parasociali, della maggioranza dei voti esercitabili nell'assemblea ordinaria, ovvero dispongano dei voti sufficienti per esercitare un'influenza dominante nell'assemblea ordinaria*".

⁽⁶⁹⁾ In proposito, preme osservare che mentre l'art. 100-ter, comma 2, Tuf, riconosce la tutela dei soci di minoranza non qualificati al verificarsi del trasferimento della partecipazione dei soci di controllo, successivamente all'offerta, la corrispondente disposizione contenuta all'art. 24, comma 1, lett. a) del Regolamento sul *Crowdfunding* si riferisce invece al trasferimento del controllo a terzi, ponendosi non in perfetta aderenza con la disposizione di rango primario. La differenza tra le due disposizioni, peraltro mai corretta nelle successive revisioni di cui è stato fatto oggetto il regolamento sul *Crowdfunding* dal 2013 ad oggi, non è di poco conto.

La norma sposa una nozione piuttosto ristretta di controllo, che riprende solo in parte la nozione contenuta nell'art. 2359 c.c., la quale a ben guardare, mal si adatta alle società a responsabilità limitata. In tale modello societario, infatti, non si fa distinzione fra assemblea ordinaria e straordinaria, mentre l'art. 2 del Regolamento attribuisce il controllo nell'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 esercitabili nell'assemblea ordinaria o di voti sufficienti ad esercitare nella medesima assemblea un'influenza dominante. Ancora, il controllo viene collegato dalla norma regolamentare al fatto di disporre di voti sufficienti per ottenere la supremazia nell'assemblea ordinaria.

Si noti però che nelle s.r.l., la titolarità di una partecipazione di maggioranza, anche assoluta, non garantisce di per sé una posizione di controllo⁽⁷⁰⁾. Basti pensare alla facoltà, per gli atti costitutivi, di impostare l'amministrazione secondo un sistema disgiuntivo o congiuntivo (art. 2475, 3° comma, c.c.) oppure di riservare a singoli soci l'incarico amministrativo con una clausola modificabile solo col consenso unanime (art. 2468, 3° e 4° comma, c.c.) o al caso in cui un socio con una partecipazione di minoranza abbia il diritto particolare relativo alla gestione della società⁽⁷¹⁾.

La disposizione regolamentare che definisce la nozione di controllo non può che essere interpretata come una norma che prevede, esemplificativamente, alcune soltanto delle ipotesi in cui può verificarsi una situazione di controllo societario. Inoltre, almeno con riferimento alle s.r.l., le ipotesi indicate dal legislatore secondario devono giocoforza interpretarsi quali presunzioni semplici circa l'esistenza di un controllo, sempre suscettibili di una prova contraria. Né potrebbe essere diversamente. Non è infatti neppure ipotizzabile di attivare le forme di tutela previste a favore dei soci di minoranza al ricorrere di una fattispecie che pur corrispondendo al testo della norma non integra in concreto alcun trasferimento della partecipazione di controllo.

La tutela prevista a favore dei soci di minoranza consiste nel prevedere nell'atto costitutivo o nello statuto un diritto di covendita, di recesso o altro diritto analogo. Con riferimento alla clausola di covendita, stante la generica formulazione del regolamento e l'assenza di una configurazione *standard*, non ci sono elementi da cui desumere quale debba essere la fisionomia della stessa. Ai fini dell'ammissibilità dell'offerta di *crowdfunding* sul portale *on line*, è necessario e altresì sufficiente che una clausola di tale

⁽⁷⁰⁾ Nel senso del testo v. CAGNASSO, *Portale on line e raccolta di capitale di rischio*, in *N.D.S.*, 2019, 154.

⁽⁷¹⁾ In argomento, v. WEIGMANN, *Verso una definizione di s.r.l. controllata*, in *Riv. dir. societario*, 2014, 30 e ss.

tipologia sia presente nell'atto costitutivo e sia articolata in modo da prevedere in capo ai soci di minoranza un diritto soggettivo di alienazione della propria partecipazione alle medesime condizioni a cui il socio di controllo cede a terzi la propria partecipazione (72).

La clausola deve consentire ai soci di minoranza il diritto di uscire dalla compagine societaria e di ottenere la maggiore valorizzazione possibile dell'investimento, beneficiando del c.d. premio di controllo spettante al socio di maggioranza (73). Le concrete modalità attraverso le quali viene riconosciuto questo diritto ai soci di minoranza e/o la previsione di eventuali meccanismi correttivi sono rimesse alla autonoma determinazione della volontà sociale (74).

Affinché i soci di minoranza possano utilmente esercitare il proprio diritto di covendita, questi dovranno essere tempestivamente informati dal socio di controllo di aver ricevuto un'offerta; dovranno altresì essere specificati provenienza, termini e condizioni di questa. Inoltre, dovrà essere previsto anche un termine congruo per consentire ai soci di accettare l'offerta.

È evidente che modalità inadeguate di comunicazione delle condizioni

(72) Le clausole di covendita possono essere diversamente articolate. Senza pretese di completezza, e senza escludere eventuali combinazioni fra gli schemi, si possono immaginare clausole del seguente tenore: *i*) Per il caso che tu venda, prometti che il compratore mi proporrà di acquistare anche la cosa mia alle stesse condizioni (o comunque a condizioni predeterminate, ovvero ancora determinabili in ragione di criteri dati); *ii*) Prometti di non vendere, a meno che non mi procuri la possibilità di vendere a mia volta come sopra; *iii*) Per l'ipotesi che tu venda e che il tuo compratore si rifiuti di acquistare anche la cosa mia, ti obblighi a comprarla tu come sopra; *iv*) Per l'ipotesi che tu venda in tutto o in parte le tue cose di genere, e che il compratore rifiuti di comprare anche le mie, ti obblighi a consentire anche a me di partecipare alla tua vendita *pro-quota*, riducendo corrispondentemente la quantità da te venduta. Sul tema delle clausole di covendita si rinvia a D'ALESSANDRO, (nt. 64), 373; DI BITONTO, *Diritto statutario di covendita (Tag-along) collegato al cambio di controllo e vendita della nuda proprietà di azioni*, in *Soc.*, 2013, 780; LUONI, *Introduzione a maggioranza delle clausole di covendita: osservazioni sul tema*, in *Giur.it.*, 2011, 2585; DE LUCA, *Ancora sulla clausola di accodamento e trascinamento, Possono essere inserite a maggioranza?* in *B.b.t.c.*, 2013, II, 65; DEL LINZ, *L'introduzione delle clausole di covendita negli statuti sociali*, in *Giur. comm.*, 2012, II, 1074.

(73) La clausola di *tag along* potrebbe essere costruita anche quale diritto diverso attribuito alle quote di categoria spettanti ai *crowdfunders* o come diritto particolare della quota. In questo senso, v. PICCOLO, *L'importanza della clausola di covendita e di trascinamento nell'ordinamento giuridico italiano*, in *Vita not.*, 2016, 985. FREGONARA, (nt. 34), 386, ritiene possibile attribuire il medesimo diritto di covendita anche attraverso la creazione di categorie di quota *ad hoc*. A mio avviso, le medesime conclusioni possono valere anche per il diritto di recesso.

(74) Sebbene non sia revocabile in dubbio che la clausola di *tag-along* possa comportare una maggiore difficoltà in caso di alienazione della partecipazione societaria, a causa dell'incertezza in merito alla disponibilità del terzo ad acquistare una partecipazione superiore a quella detenuta dal socio di controllo, non sembra sostenibile che tale clausola integri un limite statutario alla circolazione delle partecipazioni. Questa, lungi dal mirare a (o anche soltanto di avere l'effetto di) imprigionare il socio nella sua partecipazione, tende all'obiettivo esattamente opposto, di ridurre, a beneficio di tutti i soci, il rischio di quell'imprigionamento, distribuendo, a vantaggio di tutti, le *chances* di alienazione che si offrono a ciascuno. In questo senso, v. D'ALESSANDRO, (nt. 64), 380.

di offerta o un termine troppo breve ai fini della decisione possono incidere negativamente sull'effettività della tutela e dunque sull'ammissibilità dell'offerta sul portale.

Inoltre, va precisato che le partecipazioni che formano oggetto della clausola di covendita devono necessariamente essere liberamente trasferibili. Tale condizione deve già sussistere al momento della presentazione dell'offerta sul portale *on line*, pena l'inammissibilità della pubblicazione dell'offerta.

In alternativa al diritto di covendita, quale ulteriore rimedio per il trasferimento della partecipazione di controllo, lo statuto può prevedere un diritto di recesso in capo ai soci di minoranza, diritto anch'esso riconosciuto per un periodo di tempo limitato, ma in ogni caso non inferiore a tre anni dalla pubblicazione dell'offerta.

Si tratta con ogni evidenza di una causa statutaria di recesso. Pur essendo prevista dall'art. 24, comma 1, lett. a) del regolamento *Crowdfunding*, non sembra infatti che possa considerarsi quale causa tipica di recesso prevista *ex lege* da aggiungersi alle ipotesi elencate dal legislatore all'art. 2473, comma 1, c.c., stante la natura di fonte secondaria del regolamento *Crowdfunding* ⁽⁷⁵⁾.

È importante sottolineare come nel caso di specie la causa che legittima il recesso dei soci di minoranza non qualificati debba farsi coincidere non con una deliberazione assembleare, ma piuttosto con un fatto: il trasferimento della partecipazione di controllo a terzi.

La formulazione dell'art. 2473 c.c. e la centralità dell'autonomia statutaria nella disciplina del recesso nella s.r.l. non sembrano precludere che il diritto di recedere dalla compagine societaria possa originare, oltre che da deliberazioni assembleari, anche da atti o fatti imputabili ad organi sociali, a loro componenti o a singoli soci; a soggetti terzi, come pure a situazioni di mercato, variamente incidenti sulla vita societaria, come pure non incidenti affatto ⁽⁷⁶⁾. L'unico limite all'autonomia dei soci in materia sembra ravvisarsi, come evidenziato in dottrina, nella circostanza che il recesso sia originato da un accadimento, esterno o interno alla società, che si collochi al di fuori della sfera volitiva dei soci e che sia indipendente da una loro mera opzione ⁽⁷⁷⁾.

Nel caso in cui i soci di minoranza come in precedenza qualificati intendano uscire dalla compagine societaria al verificarsi del trasferimento della partecipazione di controllo esercitando il diritto di recesso, la valorizzazione della loro partecipazione dovrà avvenire secondo i criteri e le regole cui al terzo comma dell'art. 2473 c.c., a norma del quale il rimborso

⁽⁷⁵⁾ Diversa è invece l'opinione di CAGNASSO, (nt. 70), secondo il quale si tratta invece di una ipotesi di recesso legale.

⁽⁷⁶⁾ Così la massima del Consiglio notarile di Milano n. 74 del 22 novembre 2005.

⁽⁷⁷⁾ Così in dottrina v. DENTAMARO, (nt. 65), 580.

della quota deve avvenire in proporzione del valore del patrimonio sociale, determinato questo tenendo conto del suo valore di mercato al momento della dichiarazione di recesso (78).

Il rimborso della quota dovrebbe avvenire a norma dell'art. 2473 c.c. mediante acquisto delle quote da parte degli altri soci in proporzione della loro partecipazione o da parte di un terzo, concordemente individuato dai soci.

Tale alternativa potrebbe essere derogata da una diversa volontà dei soci, i quali potrebbero incaricare gli amministratori di ricercare liberamente eventuali terzi sul mercato disposti ad entrare nel capitale sociale acquistando le quote del socio receduto. Il mutato contesto normativo in cui la s.r.l. innovativa si apre al mercato del capitale di rischio sembra imporre una interpretazione in chiave dispositiva della norma citata. Le norme finalizzate a garantire ai soci di mantenere inalterata la posizione originariamente da questi assunta in società o a richiedere l'accordo di tutti i soci nell'individuare nuovi possibili investitori, in quanto preordinate ad assicurare uno, ma non certo l'unico, dei possibili assetti organizzativo-partecipativi della s.r.l. PMI sono necessariamente norme derogabili.

La disposizione regolamentare richiede di inserire nello statuto in capo ai soci investitori *retail* alternativamente un diritto di recesso, di covendita o analogo diritto che consenta ai soci di vendere le proprie partecipazioni.

Ci si chiede se, forzando il dato letterale, possa essere considerato equivalente un obbligo di *lock up* in capo ai soci fondatori che impedisca per un periodo almeno pari a tre anni il trasferimento delle loro partecipazioni (79).

(78) Di estremo rilievo, è senza alcun dubbio, l'individuazione dei criteri di valutazione della partecipazione sociale, quale riflesso della valutazione del patrimonio sociale, che deve consentire la liquidazione della quota che sia il più aderente possibile al suo valore di mercato, ovvero al suo valore effettivo. Infatti, il recesso costituisce uno strumento di reazione nei confronti di eventi potenzialmente lesivi della sfera del socio se, ed in quanto, il disinvestimento della partecipazione avvenga secondo criteri che siano in grado di garantire al socio la corresponsione di una somma corrispondente al valore effettivo della quota. Il riferimento generico alla determinazione del valore di mercato della quota spettante al socio recedente non pare vincolare in alcun modo in merito al metodo di valutazione che risulterà più idoneo in base alle caratteristiche della società, alla composizione del patrimonio e al settore in cui questa opera. Potrà essere utilizzato il metodo patrimoniale, che viene generalmente preferito in dottrina in quanto l'elemento patrimoniale è senza alcun dubbio centrale rispetto alla valutazione della partecipazione del socio che recede. Se si tiene presente che l'esigenza della disciplina in materia di liquidazione della quota è quella di garantire al socio uscente il valore effettivo della propria partecipazione, senza dubbio anche i metodi reddituale e finanziario potranno essere utilizzati per integrare il metodo patrimoniale stesso o per la verifica della stima ottenuta con il predetto metodo, particolarmente in casi nei quali lo stadio di vita dell'impresa e l'innovatività dell'attività non siano adeguatamente espressi da indicatori esclusivamente patrimoniali.

(79) La durata temporale di eventuali meccanismi di *lock up* in capo ai soci fondatori che detengano una partecipazione di controllo è affrontato *amplius* nel paragrafo 3 del presente lavoro a cui si rinvia.

Una clausola così articolata avrebbe ugualmente l'effetto di mantenere in società i soci fondatori per un periodo di tempo necessario a far arrivare a maturazione il progetto innovativo. Inoltre, trattandosi di una clausola statutaria avrebbe efficacia reale e sarebbe quindi opponibile ai terzi con l'effetto di rendere inefficace un eventuale atto di trasferimento in violazione dell'obbligo di *lock up*.

7. *Gli strumenti finanziari partecipativi emessi dalle start up e dalle PMI innovative*

Allo scopo di facilitare il reperimento per le società innovative di ulteriori risorse patrimoniali, il legislatore ha previsto la possibilità per tali società di emettere strumenti finanziari partecipativi, aggiungendo così un'alternativa rispetto all'opzione capitale di rischio/capitale di debito tra le modalità di reperimento di mezzi finanziari sotto forma di apporti al patrimonio ⁽⁸⁰⁾.

L'atto costitutivo delle *start up* innovative può prevedere, a seguito dell'apporto di soci o di terzi, anche di opera e di servizi, l'emissione di strumenti finanziari forniti di diritti patrimoniali o anche di diritti amministrativi, escluso il diritto di voto nelle decisioni dei soci ai sensi degli artt. 2479 e 2479-*bis* del c.c. (art. 26 comma 7 del d.l. 179/2012 ⁽⁸¹⁾).

Per espressa previsione contenuta nell'art. 4, comma 9, del d.l. 30/2015, che richiama l'art. 26 del d.l. 179/2012, la possibilità di emettere strumenti finanziari forniti di diritti patrimoniali o amministrativi è estesa anche alle PMI innovative ⁽⁸²⁾.

Benché l'enunciato normativo non sia riferito espressamente alla *start up* innovativa in forma di s.r.l., la disposizione di cui all'art. 26, comma 7, si riferisce unicamente a tale modello societario, stante l'inciso finale che

⁽⁸⁰⁾ Negli stessi termini, anche se con riferimento agli strumenti finanziari partecipativi emessi da s.p.a., RESCIO, *Operazioni sul capitale, utilizzo delle riserve e strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. Soc.*, 2018, 1232, il quale ricostruisce gli strumenti finanziari quali fattispecie autonoma rispetto a quella azionaria e a quella obbligazionaria, quale che sia la tipologia dell'apporto e del rapporto che ne causa l'emissione.

⁽⁸¹⁾ L'art. 26 comma 7 del d.l. 179/2012 estende anche gli incubatori certificati la possibilità di emettere strumenti finanziari partecipativi.

⁽⁸²⁾ La possibilità di emettere strumenti finanziari partecipativi non è stata estesa a tutte le s.r.l. PMI. Sul punto in dottrina si sono manifestate opinioni contrastanti. Si è espresso per l'ammissibilità di strumenti finanziari partecipativi anche nelle s.r.l. PMI, nonostante il mancato richiamo della norma contenuta nell'art. 26, comma 7, del d.l. 179/2012 BUSI, *Le modifiche statutarie per la gestione del crowdfunding nelle s.r.l. PMI*, in *Società e Contratti, Bilancio e Revisione*, 2018, fas. 2, 1. Nel senso invece dell'inammissibilità v. ABRIANI, *Quote, categorie di quote e strumenti finanziari partecipativi delle s.r.l. PMI: possibilità di razionalizzazione del sistema?* Relazione tenuta al XXXII Convegno di studio su Società a responsabilità limitata, piccola e media impresa, mercati finanziari: un mondo nuovo?, Courmayeur, 14-15 settembre 2018, 10; CAGNASSO, (nt. 11), 915; BENAZZO, (nt. 13), 1452.

esclude dai diritti amministrativi il diritto di voto nelle decisioni dei soci di s.r.l.. L'impiego degli strumenti finanziari partecipativi nelle società azionarie è, infatti, già legittimato dalla previsione dell'art. 2346 comma 6 c.c. e lo resta anche per l'impresa innovativa che si sia costituita in forma di s.p.a. ⁽⁸⁵⁾.

Una diversa interpretazione finirebbe per condurre al risultato, a mio modo di vedere del tutto paradossale, che gli strumenti finanziari emessi da *start up* e PMI innovative in forma di s.p.a. potrebbero affrancarsi da qualsiasi limite previsto dagli artt. 2346 e 2351 c.c., compreso quello rappresentato dal diritto di voto nell'assemblea generale degli azionisti.

Il perimetro di riferimento degli strumenti finanziari partecipativi delle società innovative comprende gli apporti di qualsiasi natura che soci o terzi sono disposti ad effettuare a favore della società. Ciò anche se la Relazione illustrativa al decreto Crescita *bis* in proposito ne sottolinea la funzione di titoli idonei a consentire la diffusione di pratiche di *work for equity*, di titoli cioè che consentono la remunerazione di dipendenti, consulenti e collaboratori della società, i quali rinunciano ad un compenso immediato per investire nelle prospettive di successo delle società innovative e renderli così partecipi del rischio di impresa, pur senza appesantire la struttura finanziaria della società.

Pur riconoscendo la funzione a tali strumenti di incentivo delle pratiche di *work for equity*, non si può però pensare che quello descritto possa essere l'unico impiego degli strumenti finanziari partecipativi emessi dalle società innovative in forma di s.r.l.. Tali strumenti finanziari sono anch'essi titoli neutri dal punto di vista causale, al pari degli analoghi titoli emessi dalle società appartenenti al tipo maggiore, capaci di realizzare funzioni economiche diverse, equiparabili o assimilabili, a seconda dei casi, al finanziamento, al contratto di società, all'associazione in partecipazione, o, persino, a forme ibride di apporto di capitale di rischio. Tali titoli mantengono anche in tali contesti societari le proprie caratteristiche e rappresentano quindi anche nelle società innovative a r.l. uno strumento alternativo a quelli tradizionali, idoneo ad ampliare la possibilità di acquisizione di ogni elemento utile per il proficuo svolgimento dell'attività sociale.

⁽⁸⁵⁾ V. BENAZZO, (nt. 3), 110 e ss.. Si noti che la clausola che prevede l'emissione di strumenti finanziari partecipativi può essere inserita nell'atto costitutivo *ab origine* o anche in un momento successivo. Tale possibilità può infatti essere utilizzata per tutto il tempo in cui la *start up* innovativa sia tale e anche oltre nel caso in cui tale società evolva nel modello della PMI innovativa. Nel caso in cui, invece, la *start up* innovativa trascorsi i sessanta mesi non presenti i requisiti per iscriversi nel Registro delle imprese quale PMI innovativa, non potrà più emettere strumenti finanziari partecipativi essendo tale possibilità preclusa alle s.r.l. PMI. Naturalmente, gli strumenti finanziari partecipativi emessi quando la società era ancora in fase di *start up* continuano a vivere nel mutato contesto normativo ai sensi dell'art. 51, comma 4, d.l. 179/2012. In argomento, v. anche, ADIUTORI, *Strumenti finanziari nelle start up e P.M.I. innovative*, in *Start up e P.M.I. innovative*, diretto da Cagnasso e Mambriani, Zanichelli, 2020, 806.

Coerentemente con la tendenziale eterogeneità causale di tali titoli, la previsione normativa legittimante l'emissione degli strumenti finanziari lascia ampio spazio alla autonomia statutaria in merito alle utilità che possono costituire oggetto di apporto in società da parte di soci o terzi, le quali possono consistere anche (ma non solo) in prestazioni di opere o di servizi. L'espressione legislativa utilizzata *anche di opera e servizi* consente che l'apporto effettuato dai sottoscrittori di strumenti finanziari possa consistere in qualsiasi entità, con o senza obbligo di restituzione, anche non astrattamente imputabile a capitale (analogamente a quanto accade per la s.p.a.), facilitando in tal modo la società nel reperimento di risorse presso il mercato ⁽⁸⁴⁾.

Sono pertanto idonei ad essere apportati in una società innovativa a responsabilità limitata, oltre a prestazioni di opere e servizi, beni quali denaro e crediti, obblighi di natura contrattuale, obblighi di non *facere*, *know how* ed ogni altra entità suscettibile di una valutazione economica che possa essere utile alla società nell'esercizio della propria attività d'impresa.

Nel chiedersi quanto ampio sia il novero delle entità che possono costituire oggetto dell'apporto sorge spontaneo il confronto con l'art. 2464 c.c.. Sebbene l'art. 26, comma 7, del d.l. 179/2012 non riprenda nel suo contenuto l'art. 2464 c.c., appare subito evidente come esista una perfetta coincidenza tra le entità che siano conferibili nelle società a responsabilità limitata e quelle che possano costituire oggetto di apporto a fronte della sottoscrizione di strumenti finanziari partecipativi emessi dalle s.r.l. innovative. Del resto, poiché lo scopo del legislatore è quello di consentire l'acquisizione di qualunque utilità senza andare ad interferire con la disciplina in materia di capitale sociale, non vi sono ragioni per restringere il novero delle entità apportabili. Ciò che sembra essere irrinunciabile è solo la suscettibilità di una valutazione economica dell'apporto.

La disciplina che il *corpus* normativo in materia di imprenditoria innovativa dedica agli strumenti finanziari partecipativi emessi società innovative in forma di s.r.l. è piuttosto laconica, pur rappresentando per

⁽⁸⁴⁾ Quando tali apporti hanno carattere definitivo, cioè non sono affiancati dalla contestuale insorgenza di un obbligo restitutorio ad esecuzione differita, e sono caratterizzati dal fornire elementi patrimoniali iscrivibili in bilancio in aumento dell'attivo o in riduzione del passivo (per estinzione di debiti preesistenti della società), ne deriva la possibilità di costituzione di una riserva di valore corrispondente. Con riferimento agli apporti di opera e servizi, deve ritenersi che questi possano creare riserve imputabili a capitale almeno alle stesse condizioni previste per la creazione di capitale, e quindi con la presenza della polizza assicurativa o della fideiussione richiesta dall'art. 2464, comma 6, c.c.. Per contro, ove l'apporto consista in un finanziamento, cioè in un'attribuzione pecuniaria accompagnata da un obbligo di restituzione non condizionato dalla eventuale presenza di perdite, nessuna riserva si determina, in quanto l'incremento dell'attivo è bilanciato dall'incremento del passivo reale. In questo senso, RESCIO, (nt. 80) 1235.

tali società una novità di non poco momento ⁽⁸⁵⁾. Ad eccezione del diritto di voto *ex art. 2479 c.c. e 2479-bis c.c.* che viene (apparentemente) escluso, mancano riferimenti alla regolamentazione dei tratti caratterizzanti tali titoli e al loro funzionamento, che non possono che essere rimessi interamente all'autonomia statutaria.

Sono dunque affidati allo statuto: le modalità e le condizioni di emissione degli strumenti finanziari ⁽⁸⁶⁾, i diritti — patrimoniali e amministrativi — che tali titoli conferiscono ai sottoscrittori, eventuali limiti delle prerogative che questi titoli possono attribuire, le sanzioni in caso di inadempimento delle prestazioni, la loro legge di circolazione, ove ammessa, e l'organo legittimato alla loro emissione.

La scelta di lasciare ampio spazio all'autonomia statutaria pone alcuni problemi interpretativi di non facile soluzione.

I dubbi maggiori riguardano il contenuto di tali strumenti, i diritti cioè amministrativi e/o patrimoniali che l'autonomia statutaria può ad essi attribuire, la loro combinazione e gli eventuali limiti, in assenza di disposizioni dal contenuto analogo all'art. 2351, ultimo comma, c.c. e 2411, ultimo comma, c.c.

Innanzitutto, ci si chiede se gli strumenti finanziari debbano essere dotati necessariamente di diritti patrimoniali, e la presenza di diritti amministrativi sia invece solo eventuale, con la conseguenza che potrebbero configurarsi solo due diverse tipologie di strumenti finanziari: quelli dotati di diritti patrimoniali e quelli dotati, oltre che di diritti patrimoniali, anche di diritti amministrativi.

Da un lato, la formulazione della disposizione che parla di diritti patrimoniali *o anche amministrativi* e, dall'altro, la osservazione che in tale veste sarebbero poco appetibili per il mercato, inducono la dottrina ad

⁽⁸⁵⁾ In senso conforme, GARCEA, *Le nuove s.r.l. e l'autonomia statutaria: partecipazione sociale, indebitamento ed emissione di strumenti finanziari*, in *Riv. dir. Priv.*, 2014, 581.

⁽⁸⁶⁾ La laconica disciplina dell'istituto nel *corpus* normativo dedicato alle società innovative omette di indicare quale possa essere l'organo competente a deliberare l'emissione degli strumenti finanziari partecipativi. La scelta è quindi rimessa all'autonomia contrattuale. Lo statuto può attribuire la competenza ai gestori ovvero ai soci. Sul punto è possibile anche una soluzione intermedia secondo cui le caratteristiche degli strumenti finanziari che possono essere emessi dalla società sono indicate dallo statuto, delegando poi all'organo amministrativo gli aspetti relativi all'*an* e al *quantum* dell'emissione. Per le *start up* innovative costituite con procedura *on line*, il modello *standard* di atto costitutivo e statuto allegato al d.m. del 17 febbraio 2016, prevede la possibilità di attribuire la relativa competenza all'organo amministrativo ovvero all'assemblea dei soci che decidono a maggioranza. Non può non osservarsi, tuttavia, come la scelta effettuata dal Ministero si ponga in chiaro contrasto con la possibilità di costituire una società senza l'ausilio di esperti in materie giuridiche. Inoltre, si osserva come il Ministero imponga un modello di assunzione della decisione basato sul principio di collegialità, tipico delle società per azioni. La delibera è valida se è presa con il voto favorevole della maggioranza assoluta dei componenti l'organo decisionale o della maggioranza dei soci che rappresentino almeno la metà del capitale sociale, anche nel caso in cui la società abbia scelto modalità alternative di funzionamento degli organi sociali.

escludere l'ammissibilità di strumenti finanziari dotati di soli diritti amministrativi ⁽⁸⁷⁾.

In realtà, tali ragioni non mi paiono del tutto convincenti. È vero che strumenti finanziari dotati di soli diritti amministrativi potrebbero non essere appetibili in sé e per sé per alcuna tipologia di investitori. Essi potrebbero però essere inseriti in operazioni di finanziamento di natura complessa e più articolata che vede l'attribuzione ad un investitore, per esempio, di quote di capitale e strumenti finanziari partecipativi dotati di diritti amministrativi allo scopo di irrobustire i diritti di *voice* di tali investitori. Gli strumenti finanziari partecipativi sono infatti titoli neutri sotto il profilo causale, come già detto, capaci di realizzare funzioni economiche diverse ed alternative.

Con riferimento ai diritti a contenuto amministrativo che possono essere attribuiti ai sottoscrittori di strumenti finanziari, un ruolo decisivo viene svolto dall'autonomia statutaria. La norma non indica quali siano i diritti amministrativi di cui detti strumenti possano essere dotati, limitandosi solo ad escludere, almeno apparentemente, la possibilità di riconoscere ai loro possessori il diritto di voto nelle decisioni dei soci di cui agli articoli 2479 e 2479-*bis* c.c. ⁽⁸⁸⁾.

Appare evidente che così interpretata, la disciplina dettata in materia di strumenti finanziari emessi dalle società innovative in forma di s.r.l. finisce per divergere notevolmente dalle corrispondenti disposizioni dettate per il tipo maggiore che, come noto, riservano esplicitamente ai sottoscrittori di strumenti finanziari il diritto di voto su argomenti specifici e la nomina di un membro del c.d.a. o dell'organo di controllo. Tale diversità finirebbe per restringere oltremodo l'ambito di applicazione di tali strumenti che nelle s.p.a. sono sovente utilizzati per coinvolgere in società finanziatori (*venture capitalist* o incubatori) a cui vengono attribuiti diritti di voto anche su materie che rientrano nella competenza dei soci (es. diritto di nomina di un amministratore, come pure un diritto di voto in merito alla modificazione della struttura finanziaria).

Il punto necessita quindi di una riflessione più approfondita in considerazione del fatto che la ricostruzione dei diritti amministrativi da attribuire ai titolari di strumenti finanziari non può prescindere del tutto dalle

⁽⁸⁷⁾ In questo senso, ADIUTORI, (nt. 83), 810, la quale sostiene che gli strumenti finanziari emessi dalle società innovative — stante il dato letterale — devono essere dotati necessariamente di diritti patrimoniali mentre è solo eventuale la presenza di diritti amministrativi. Nello stesso senso, BENAZZO, (nt. 3), 121; anche CIAN, (nt. 34), 1184, sottolinea la criticità di una soluzione di questo tipo.

⁽⁸⁸⁾ *Contra* CIAN, (nt. 13), 425, il quale ritiene percorribile il ricorso all'analogia in ragione dell'identità funzionale della disciplina speciale con il modello azionario. Secondo l'A., la concisione del testo della norma contenuta nell'art. 25 comma 7 del d.l. 179/2012 non esprimerebbe una volontà precettiva, quanto piuttosto una semplice lacuna, colmabile attraverso il ricorso agli artt. 2346 e 2351 c.c..

posizioni giuridiche partecipative riconosciute nella prassi agli investitori sia in Italia che all'estero, anche alla luce del chiaro intento espresso dal legislatore speciale di favorire lo sviluppo di tali prassi di cui, invece, in passato la dottrina aveva negato la fattibilità sulla base della struttura chiusa della s.r.l., oramai evidentemente superata.

Alla luce di tali considerazioni, ci si chiede se la disposizione che esclude il diritto di voto dei portatori di strumenti finanziari nelle decisioni dei soci *ex art. 2479 c.c. e 2479-bis c.c.* non possa essere interpretata nel senso che la preclusione vada riferita non già al voto, bensì al suo esercizio nell'ambito delle assemblee dei soci o delle decisioni a questi riservate, in cui la partecipazione e il voto sono riservati ai soli soci.

In questo modo, la norma assume il senso di una disposizione di carattere procedurale e non sostanziale, con la quale il legislatore ha voluto indicare il modo in cui il diritto di voto spettante ai portatori di tali titoli non possa essere espresso e non invece i diritti amministrativi che sono sottratti ai titolari degli strumenti finanziari.

Così interpretata, la norma, da un lato, finisce per consentire un uso degli strumenti finanziari quale strumento per il reperimento di risorse anche presso soggetti investitori che siano interessati alla titolarità di diritti di voto su materie rientranti nelle competenze dei soci, e dall'altro, esprime un principio analogo a quello affermato dall'art. 2346, comma 6, c.c. secondo cui le deliberazioni dei portatori di strumenti finanziari non possono essere adottate nella assemblea generale, ma in assemblee speciali.

Coerentemente con l'impostazione qui proposta, nei casi in cui gli strumenti finanziari partecipativi servono a coinvolgere nelle società un *venture capitalist*, si ritiene ammissibile non solo un loro diritto di nomina di un membro dell'organo amministrativo o eventualmente di controllo⁽⁸⁹⁾, ma anche il riconoscimento in capo a questi di diritto di voto, o anche di veto, in merito al compimento di talune operazioni straordinarie di particolare rilievo comportanti una modificazione dell'atto costitutivo o ancora a modificazione della struttura finanziaria.

Pur nella incertezza della materia, non credo ci siano ostacoli ad attribuire ai portatori di strumenti finanziari anche diritti a contenuto amministrativo diversi dal diritto di voto, quali per esempio i diritti di informazione e controllo dal contenuto più o meno analogo a quelli attribuiti al socio *ex art. 2476 c.c.*. È altresì ipotizzabile a mio parere l'attribuzione alla categoria dei titolari degli strumenti finanziari un diritto

⁽⁸⁹⁾ L'attribuzione di un diritto di nomina di un componente dell'organo amministrativo ai portatori di strumenti finanziari può operare solo con riferimento a sistemi di amministrazione collegiali e non anche con riferimento ad un organo di amministrazione monocratico perché altrimenti si finirebbe per attribuire il potere di scelta dell'organo amministrativo a soggetti diversi dai soci. A conclusioni analoghe si perviene con riferimento al diritto di nomina dell'organo di controllo monocratico.

di recesso ovvero un diritto di covendita degli strumenti allorché i soci di controllo trasferiscano a terzi il controllo della società, sul modello dei diritti di *exit* che l'art. 24 del Regolamento Consob in materia di *crowdfunding* riconosce ai soci di minoranza, in considerazione del fatto che nelle società innovative, siano esse *start up* innovative come pure PMI innovative, le persone dei soci fondatori sono determinanti ai fini della sottoscrizione e dell'acquisto non solo di partecipazioni al capitale sociale ma pure di strumenti finanziari da parte di investitori.

Per quanto riguarda i diritti patrimoniali, la norma lascia ampio spazio alla fantasia degli statuti societari, i quali potranno variamente articolare i diritti patrimoniali, anche a seconda della diversa funzione che tali strumenti possono assumere, con il rispetto dei vincoli previsti dal sistema, quali per esempio il divieto di patto leonino e — con riferimento alle *start up* innovative — il divieto di procedere alla distribuzione di utili per il periodo di cinque anni dalla costituzione della società (art. 25 comma 2 del decreto Crescita *bis*).

Con il rispetto di tali vincoli, non vi sono ostacoli a prevedere che ai sottoscrittori di tali strumenti venga riconosciuta una remunerazione rapportata agli utili dell'impresa (o di un affare o di un settore determinato dell'attività sociale), similmente a come avviene per i soci, o, diversamente, calcolata sulla base di indici fissi o variabili. Ancora, tale remunerazione può essere anteposta o postergata a quella spettante ai soci o riconosciuta dallo statuto a talune categorie di essi. Lo statuto può altresì prevedere l'assegnazione agli strumenti finanziari di un diritto alla attribuzione di una somma di denaro fissa o in percentuale, calcolata sul valore dell'apporto o rapportata agli utili conseguiti.

Un aspetto su cui occorre riflettere concerne la legittimità della emissione di strumenti finanziari partecipativi di s.r.l. innovative che attribuiscono un diritto alla restituzione del capitale apportato, condizionato, o meno, nei tempi e nell'entità, all'andamento economico della società.

Strumenti finanziari così articolati sembrano perfettamente coerenti con il dettato normativo di cui all'art. 26, comma 7, del d.l. 179/2012, e soprattutto con la diversa fenomenologia assunta dalla s.r.l. in seguito alle riforme 2012-2017 e della cui legittimità non si discute. Si tratta di strumenti finanziari non coincidenti con i titoli di debito, allorché siano previsti anche diritti amministrativi o una qualche forma di partecipazione al rischio di impresa per i titolari di essi e dunque, a mio avviso, sottratti all'applicazione dell'art. 2483 c.c. ⁽⁹⁰⁾.

⁽⁹⁰⁾ COSÌ AGSTENER, CAPIZZI, GIUDICI, (nt. 11), 405. Contra FREGONARA, *Strumenti di ricorso al capitale di credito e di rischio nelle società a responsabilità chiuse*, in *B.b.e tit. cred.*, 2017, I, p. 610, secondo la quale agli strumenti finanziari partecipativi che prevedono un diritto di rimborso della somma apportata si applica la disciplina propria dei titoli di debito

Non credo, infatti, che qualsiasi strumento finanziario in cui sia presente una *causa credendi* debba essere ricondotto nell'alveo dei titoli di debito, la cui rigida disciplina in materia di circolazione rischierebbe di frustrare significativamente la funzione di allargare le occasioni di coinvolgimento di finanziatori in grado di apportare risorse utili per la società.

Gli strumenti finanziari partecipativi possono prevedere un diritto di conversione in quote, di categoria o tradizionali, di futura emissione della s.r.l. innovativa. Sebbene il *corpus* normativo in materia di società innovative non abbia previsto una norma analoga a quella contenuta nell'art. 2420-bis c.c. in materia di obbligazioni convertibili in azioni, non credo ci siano ostacoli ad ammetterne la legittimità anche nelle s.r.l. innovative.

Gli strumenti convertibili sono, infatti, modalità di finanziamento molto utilizzati nella prassi nelle fasi iniziali di vita delle imprese innovative (*early stage*), che consentono di coinvolgere nelle fasi iniziali del ciclo di vita dell'impresa innovativa finanziatori a cui viene riconosciuta la possibilità attraverso la conversione di diventare soci nei successivi *round* di finanziamento, in genere contestualmente all'intervento di altri finanziatori quali per esempio, i fondi di *venture capital*. Si tratta a ben vedere di strumenti che consentono a finanziatori informati e consapevoli di valutare le reali potenzialità dell'iniziativa economica finanziata, rinviando ad un momento successivo la migliore valutazione del *business* e delle relative quote.

Nella prassi, ai finanziatori titolari di strumenti finanziari convertibili viene riconosciuto un tasso di conversione sotto la pari, così da consentire loro di sottoscrivere una quota di partecipazione al capitale di rischio ad un prezzo inferiore rispetto al valore dell'impresa al momento della conversione, quale ritorno economico per il fatto di aver investito in una fase iniziale dell'impresa. La previsione di un tasso di conversione sotto la pari per i titolari di strumenti finanziari partecipativi emessi dalle società innovative a r.l. è certamente possibile anche nella s.r.l. innovativa, non trovando un particolare ostacolo nelle norme sull'effettività del capitale sociale e, in particolare, nell'art. 2464 c.c. che impone l'equivalenza tra valore complessivo dei conferimenti e ammontare globale del capitale sociale. Una volta rispettato il limite posto dall'art. 2464 c.c., il meccanismo della distribuzione delle quote non proporzionale ai conferimenti (art. 2468, secondo comma, c.c.) consente di ottenere gli effetti premiali a favore dei primi finanziatori della società innovativa.

La mancata previsione di una norma analoga a quella dettata dall'art. 2420-bis c.c. anche per le s.r.l. innovative esclude la necessità (ma non la possibilità) di deliberare un aumento di capitale sociale a servizio del

ex art. 2485 c.c., che vede inderogabile il procedimento di emissione con la sottoscrizione dei titoli di debito da parte di investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale.

diritto di conversione contemporaneamente all'emissione di strumenti finanziari partecipativi. Quando venisse deliberato l'aumento di capitale a servizio del diritto di conversione, dovrebbe ritenersi possibile derogare all'art. 2481-*bis* c.c. e dunque escludere o limitare il diritto di sottoscrizione in proporzione delle partecipazioni detenute dai soci preesistenti allo scopo di consentire l'ingresso in società di soci investitori.

Uno degli aspetti maggiormente interessanti riguardanti la disciplina degli strumenti finanziari emessi dalle società innovative in forma di s.r.l. concerne la possibilità che questi possano costituire oggetto dell'offerta al pubblico tramite portali *on line* per la raccolta di capitali.

Appare evidente che le finalità che si è posto il legislatore di incentivare la raccolta di risorse finanziarie anche attraverso l'emissione di strumenti finanziari partecipativi, cui si accennava poc'anzi, finirebbero per rimanere in un certo senso frustrate, se l'offerta al pubblico su portali *on line* potesse avere ad oggetto solo quote rappresentative di capitale sociale o titoli di debito. L'esclusione dell'offerta di strumenti finanziari al pubblico anche tramite *crowdfunding*, lascerebbe ad essi un ruolo di raccolta di risorse quale forma di remunerazione accessoria di amministratori, dipendenti o collaboratori continuativi (*work for equity*, appunto) ⁽⁹¹⁾ ovvero attraverso trattative individuali presso soggetti soci o terzi, ma che siano pur sempre già in contatto con la società ⁽⁹²⁾ (compresi investitori professionali, quali banche e fondi di investimento, poiché il collocamento di tali strumenti presuppone, generalmente, un sottoscrittore dotato

⁽⁹¹⁾ La remunerazione di dipendenti e collaboratori attraverso l'attribuzione di strumenti finanziari emessi dalla società innovativa in forma di s.r.l. presenta l'indubbio vantaggio per la società di consentire alla medesima di acquisire professionalità senza intaccare la propria liquidità. Gli strumenti finanziari emessi dalle società innovative possono infatti essere utilizzati per remunerare sia i dipendenti della società che i suoi collaboratori continuativi. È una delle forme del c.d. *work for equity*. Al fine di incentivare tale prassi, l'art. 27 del decreto Crescita *bis* prevede agevolazioni di carattere fiscale e contributivo applicabili alle azioni, alle quote e agli strumenti finanziari partecipativi diretti a remunerare prestazioni lavorative e consulenze qualificate, per cui se è vero che chi sceglie di farsi remunerare in questo modo assume un rischio imprenditoriale, è altrettanto vero che acquisisce un vantaggio derivante dal trattamento fiscale riservato a tali partecipazioni (infatti, le azioni, le quote o altri strumenti finanziari previsti come pagamento di dipendenti o collaboratori continuativi di una *start up* innovativa, oltre ad essere esenti da imposte, non concorrono neanche alla formazione di reddito imponibile).

⁽⁹²⁾ Al riguardo va osservato che gli strumenti finanziari possono essere emessi a fronte di un apporto di attività patrimoniali non conferibili, le quali molto spesso per la loro natura presentano carattere di individualità e irripetibilità. Appare dunque perfettamente coerente in siffatte ipotesi che le società innovative procedano all'emissione di strumenti finanziari non di massa, collocati mediante trattative individuali. Tuttavia, la natura ibrida di tali strumenti finanziari partecipativi consente altresì che tali strumenti vengano emessi quali titoli di massa con le caratteristiche proprie dei titoli standardizzati, offerti ad un numero non aprioristicamente individuato di sottoscrittori. Se, dunque, le caratteristiche degli strumenti finanziari sono tali da prestarsi anche a costituire oggetto di operazioni di finanziamento c.d. di massa, appare una incoerenza del sistema il fatto che tali strumenti non possano costituire oggetto di offerta al pubblico mediante i portali *on line*.

di capacità tali da consentirgli di valutare a fondo la situazione economico-finanziaria, sia attuale, sia futura, della società emittente).

Sembra tuttavia incontrovertibile che sfruttando appieno le possibilità offerte dal d.l. 179/2012 e quindi ricorrendo al *crowdfunding* anche per il collocamento degli strumenti finanziari partecipativi, questi potrebbero certamente diventare un ulteriore e rilevante strumento di raccolta di finanziamenti alternativa al credito bancario.

In proposito, i dati normativi a disposizione dell'interprete non sembrano escludere del tutto una tale possibilità.

Gli articoli 50-*quinquies* e 100-*ter* del d. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 non contengono un riferimento a specifiche tipologie di strumenti finanziari che possa precludere alcuna soluzione in punto di definizione degli strumenti negoziabili *on line*: il legislatore del Tuf si esprime in termini di “[...] *raccolta di capitali tramite portali on line*”; ovvero di mera “*raccolta di capitali*”. Anche l’art. 1 comma 5 *novies*, del medesimo decreto definisce il portale come una piattaforma *on line* avente quale finalità esclusiva la “*facilitazione della raccolta del capitale di rischio da parte di piccole e medie imprese*” e “*della raccolta di finanziamenti tramite obbligazioni o strumenti finanziari di debito da parte delle piccole e medie imprese*”.

Stando alle norme citate, l’attività dei portali ben potrebbe ricomprendere anche quelle tipologie di titoli che, seppure non inquadrabili in partecipazioni al capitale in senso stretto, siano forme di partecipazione alla società che rientrano nella più ampia categoria di capitale di rischio⁽⁹³⁾. Cioè, quelle partecipazioni che sopportano in modo pieno il rischio di perdita del valore apportato, e che si contrappongono a quelle forme di raccolta di investimenti a titolo di capitale di credito in cui vi è l’obbligo di restituzione del *quantum* apportato.

Una definizione più circoscritta di strumenti finanziari, limitata alle azioni, quote rappresentative del capitale sociale, obbligazioni e titoli di debito è invece contenuta nel Regolamento Consob (art. 2, lett. *h*).

Il legislatore secondario, pur in mancanza di un vincolo legislativo esplicito, ha ritenuto opportuno limitare l’attribuzione dello *status* di strumenti negoziabili sui portali *on line* alle azioni, quote di società obbligazioni e titoli di debito, ma con esclusione degli strumenti finanziari partecipativi emessi sia da s.p.a. che da s.r.l.. In proposito, si rileva come sia quantomeno contraddittorio che all’indomani del riconoscimento in

(93) Secondo la ricostruzione della dottrina maggioritaria, gli strumenti finanziari partecipativi appartengono alla categoria degli strumenti di rischio. Tale caratteristica dipende dalla concreta modulazione dello strumento e, in particolare, dalla concreta tipologia di diritti che vengono ad essi riconosciuti dallo statuto, potendo modularli in modo da dotarli di caratteristiche analoghe a quelle delle azioni, sia per quanto attiene all’assenza di un diritto al rimborso, sia sotto il profilo del riconoscimento dei diritti amministrativi, incluso il diritto di voto. Pertanto, portando a conclusione tale premessa, ne discende che rientrerebbero nell’attività dei portali *web* anche la raccolta di investimento in strumenti finanziari partecipativi.

favore di imprese innovative a responsabilità limitata della possibilità di emettere strumenti finanziari partecipativi al fine di aumentare i canali di reperimento della provvista finanziaria, l'Autorità regolamentare abbia scelto di escludere tali *securities* dalla nozione di strumenti finanziari, rilevante ai fini dell'applicazione del Regolamento Consob.

Nonostante il tenore letterale della norma regolamentare, diversi ordini di ragioni inducono a giustificare una forzatura della stessa, interpretandola nel senso di includere gli strumenti finanziari partecipativi nel novero degli strumenti la cui offerta può realizzarsi tramite portali *on line* ⁽⁹⁴⁾.

Innanzitutto ragioni di coerenza con i principi ispiratori della normativa principale consistenti nella volontà di incentivare e di ampliare i canali di reperimento di risorse finanziarie per le *start up* innovative in forma di s.r.l.. Diversamente, si finirebbe per privarle ingiustificatamente di un importante canale di raccolta per strumenti caratterizzati da una significativa flessibilità e per questo facilmente adeguabili alle esigenze degli emittenti che intendono proporre la sottoscrizione al mercato.

A ciò si aggiunge che il fatto che anche i titoli di debito emessi dalle società a r.l. innovative possono oggi essere offerti sui portali *online*. Alla luce di tale innovazione, risulta ancora più incomprensibile la determinazione di escludere gli strumenti finanziari partecipativi da questo canale di collocamento.

Inoltre, la possibilità per l'impresa innovativa in forma di s.r.l. di reperire risorse patrimoniali tramite l'emissione di strumenti finanziari da offrire sui portali *on line* consentirebbe al gruppo di controllo di non concedere lo *status* di socio a terzi estranei, evitando tutti i rischi di ingerenza (anche pretestuosa) nella *governance* dell'impresa che potrebbero derivarne, e di entrare comunque in contatto con finanziatori in grado di apportare utili risorse finanziarie all'impresa.

Ancora, il Regolamento Consob è disseminato di norme poste a tutela degli investitori, che ben potrebbero trovare applicazione anche nel caso in

⁽⁹⁴⁾ Nel senso del testo cfr. VITALI, *Equity crowdfunding: la nuova frontiera della raccolta del capitale di rischio*, in *Riv. soc.*, 2014, 393 e ss.; v. anche ABRIANI, (nt. 81), 10, il quale afferma: "è interessante notare come le società innovative che ricorrono all'*equity crowdfunding* siano sempre legittimate a raccogliere sul *web*, tramite portali autorizzati, qualunque forma di capitali di rischio, ivi inclusi apporti fuori capitale, emessi a fronte di strumenti finanziari partecipativi, come consentito anche in altri ordinamenti e costituisce, al momento, l'ipotesi tipica di sollecitazione all'investimento in questo tipo di società in Germania. Per contro, per le altre PMI, l'offerta di strumenti finanziari presuppone la soluzione della forma azionaria, mentre le s.r.l. potranno raccogliere soltanto capitali in senso proprio offrendo quote rappresentative di partecipazioni sociali, secondo quella che rimane l'ipotesi socialmente tipica". V. altresì Circolare Assonime, n. 11/2013, *cit.*, 804, anche se è precedente all'emanazione del Regolamento Consob 18592. *Contra*, LAUDONIO, *La folla e l'impresa: prime riflessioni sul crowdfunding*, in www.orizzontideldiritto.commerciale.it, 2014, 30; GUACCERO, (nt. 13), 715.

cui gli strumenti finanziari partecipativi fossero oggetto di un'offerta tramite portali *on line*. Ci si riferisce agli obblighi di condotta degli intermediari, *ex artt.* 13 e ss. del Regolamento; alle modalità di effettuazione dell'offerta (artt. 24 e ss.); ma anche ai flussi informativi riguardanti le singole offerte che l'emittente deve pubblicare anche con riferimento alla tipologia di strumenti finanziari oggetto di una specifica offerta (allegato 3 al Regolamento).

BIBLIOGRAFIA

- ABBADESSA, *Commento all'art. 2325*, in *Società di Capitali, Commentario*, a cura di Niccolini e Stagno D'Alcontres, I, Napoli, 2004, 1, 5
- ABRIANI, *Commento sub art. 2476*, in *Codice commentato delle s.r.l.*, diretto da Benazzo-Patriarca, Torino 2006
- ABRIANI, *Controllo individuale del socio e autonomia contrattuale nella società a responsabilità limitata*, in *Giur. comm.*, 2005, I, 155
- ABRIANI, *Struttura finanziaria, assetti proprietari e assetti organizzativi della società a responsabilità limitata PMI. Que reste-t-il della s.r.l.?*, relazione presentata al IX Convegno annuale dell'Associazione Orizzonti del diritto commerciale, Roma, 23-24 febbraio 2018, disponibile su www.orizzontideldirittocommerciale.it, 2018
- ABRIANI, *La struttura finanziaria della società a responsabilità limitata*, in *Riv. dir. soc.*, 2019, 3, 501
- ABRIANI, *Quote, categorie di quote e strumenti finanziari partecipativi delle s.r.l. PMI: possibilità di razionalizzazione del sistema?* Atti del Convegno di studi, Courmayeur, 14-15 settembre 2018, Milano, 2020, 145
- ABRIANI-MALTONI, *Elasticità organizzativa della società a responsabilità limitata e diritto dei soci di avocare decisioni gestorie: sulla derogabilità dell'art. 2479, comma 1, c.c.*, in *Riv. not.*, 2006, 1151
- ABRIANI-ROSSI, *Nuova disciplina della crisi di impresa e modificazioni del codice civile: prime letture*, in *Società*, 2019, 393
- ACCETTELLA, *Il collocamento degli strumenti finanziari*, Milano, 2013
- ACCETTELLA e CIOCCA *Emittente e portale nell'equity based crowdfunding*, in *Giur. comm.*, 2017, 237
- ADIUTORI, *Strumenti finanziari nelle start up e P.M.I. innovative*, in *Start up e P.M.I. innovative*, diretto da Cagnasso e Mambriani, Zanichelli, 2020, 806
- AGSTENER, CAPIZZI, GIUDICI, *Business Angels, Venture Capital e la nuova s.r.l.*, in *Orizzonti dir. Comm.*, 2020, 353
- AGSTENER, CAPIZZI, GIUDICI, *Il design contrattuale delle startup VC-financed in Italia*, in *AGE*, 2021
- ALVARO, CASELLI e D'ERAMO, *Nuovi strumenti di politica industriale per lo sviluppo e la quotazione delle PMI*, in *Quaderni giuridici Consob*, 2018
- ALVISI, *Equity crowdfunding: uno sguardo comparatistico*, in *Riv. dir. banc.*, 2014, 3
- AMBROSINI, *Commento sub art. 2476*, in *Società di capitali. Commentario*, a cura di Niccolini Stagno d'Alcontres, II, Napoli, 2004, 1578
- ANGELICI, *La riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale*, Torino, 2003

- ANGELICI, *Le azioni*, in *Commentario Schlesinger*, Milano, 1992
- ANGELLILLIS-SANDRELLI, *Articolo 2476 - Responsabilità degli amministratori e controllo dei soci*, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da Marchetti, Bianchi, Ghezzi, Notari, Milano, 2008, 713
- ANNUNZIATA, *PMI, quotazione, crowdfunding*, in *Atti del Convegno di Studi su I modelli di impresa societaria fra tradizione e innovazione nel contesto europeo*, Courmayeur, 18-19 settembre 2015, reperibile su www.fondazionecourmayeur.it
- ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2020
- ANNUNZIATA, *Il recepimento di MiFID II: uno sguardo di insieme tra continuità e discontinuità*, in *Riv. soc.*, 2018, 1100
- ANNUNZIATA, *Strumenti di raccolta a sostegno delle PMI: OICR specializzati e Initial coin offering*, in A.A.V.V., *Società a responsabilità limitata, piccola e media impresa, mercati finanziari: un mondo nuovo*, Atti del Convegno di studi, Courmayeur 14-15 settembre 2018, Milano, 2020, 145
- ARDIZZONE, *Fondi di private equity e riflessi giuridici nella gestione e nella struttura delle PMI*, in *Società a responsabilità limitata, piccola e media impresa, mercati finanziari: un mondo nuovo?*, Atti del convegno di Courmayeur 14-15 settembre 2018, Milano, 2020, 170
- ASSOCIAZIONE PREITE, *Il diritto delle società*, a cura di Olivieri, Presti e Vella, Il Mulino, Bologna, 2004, 287
- BARCELONA, *La gestione collettiva del risparmio a seguito della direttiva Gefia. Investment companies, family office, club deals, SPAC, Holding companies*, Milano, 2018
- BARTLETT, *Venture Capital, Agency Costs and the False Dichotomy of the Corporation*, in *54 UCLA Law Review*, 37
- BARTOLACELLI, *Novissime modifiche alla disciplina della s.r.l.s.: saggio minimo di diritto transitorio*, in *N.D.S.*, 16/2013, 7 ss.
- BASSANINI, *La politica industriale dopo la crisi: il ruolo della Cassa Depositi e Prestiti*, in *Astrid Rassegna*, n. 7, 2015, 2.
- BENAZZO, *Categorie di quote, diritti di voto e governance della nuovissima s.r.l.: quale ruolo e quale spazio per la disciplina azionaria nella s.r.l. - PMI aperta?*, in *Riv. soc.*, 2018, 1441
- BENAZZO, *La s.r.l. start up innovativa*, in *NLCC*, 2014, 101
- BENAZZO, *voce Start up e P.M.I. innovative*, in *Dig. disc. priv., sez. comm. Agg.* (Torino, 2017), 467
- BENVENUTO, *La nozione di microimpresa di piccola e di media impresa negli aiuti alle attività produttive*, in *Contr. trib.*, 2005, 2213
- BERTONI, COLOMBO, GRILLI, *Finanziamento tramite venture capital e crescita delle giovani imprese high tech: un'analisi longitudinale sul ruolo della tipologia di investitore*, in *Riv. degli economisti*, 2010, fasc. 3, 110
- BIANCHI, *Privatizzazione dei mercati borsistici, IPO e tutela del risparmio: appunti per una discussione*, in *AGE*, 2002, 78
- BIANCHI-FELLER, Art. 2468, in *Comm. Marchetti, Bianchi, Ghezzi e Notari*, Giuffrè, 2008, 324
- BLACK-GILSON, *Venture capital and the structure of capital markets: Banks versus stock markets*, in *J. Fin. Econ.*, 47, 1998, 252
- BLANDINI, *Categorie di quote, categorie di soci*, Milano, 2009, 69

- BOLLETTINARI, *Il crowdfunding: la raccolta del capitale tramite piattaforme on-line nella prassi e nella recente legislazione*, in *NDS*, 2013, fasc. 2, 9
- BOLLETTINARI, *Le novità previste dal d.l. 3/2015: l'introduzione delle "piccole e medie imprese innovative" e la modifica della disciplina della startup innovativa*, in *NDS*, 2015, fasc. 4, 43
- BONCRISTIANO, *La tutela dell'investitore nel crowdfunding*, in *Modelli e tecniche di tutela dell'investitore, Dal consumerismo alla finanza comportamentale*, (a cura di) Bertani, Lorizio, Motti, Milano, 2019, 97
- BRIOLINI, *Verso una nuova disciplina delle distribuzioni del netto?*, in *Riv. soc.*, 2016, 103
- BRIOLINI, *Titolarità di brevetti, cessione d'azienda e vicende dell'impresa nelle start up e PMI innovative*, in *Oss. del dir. civ. e comm.*, 2016, fasc. 2, 475
- BUONOCORE, *Società in nome collettivo*, in *Commentario al codice civile diretto da Schesinger*, Milano, 1995, 201
- BUREAU, *L'altération des types sociétaires*, in *Mélanges offerts à Paul Didier*, Parigi, 2008, 62
- BUSI, *Le modifiche statutarie per la gestione del crowdfunding nelle s.r.l. PMI*, in *Società e Contratti, Bilancio e Revisione*, 2018, fasc. 2, 1
- BUTTURINI, *Rilevanza centrale del socio e autonomia statutaria nella s.r.l.*, in *RDS*, 2011, 924
- CAPRARA, *Innovazione e impresa innovativa*, in *Contr. e impr.*, 2015, 1154
- CAGNASSO, *La società semplice*, in *Trattato di diritto civile diretto da Sacco*, Torino, 1998, 182
- CAGNASSO, *La società a responsabilità limitata*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da Cottino, V, Padova, Cedam, 2007, 31
- CAGNASSO, *La s.r.l.: amministrazione e controllo tra società per azioni e società personali*, Relazione presentata in occasione del Convegno di studi su *I modelli di impresa societaria fra tradizione e innovazione nel contesto europeo* (Courmayeur 18-19 settembre 2015), 63
- CAGNASSO, *Note in tema di s.r.l. start up innovative: un nuovo tipo societario a durata limitata?*, in *Impresa e mercato. Studi dedicati a Libertini*, a cura di Di Cataldo, Meli, Pennisi, I, Impresa e società, Milano, 2015, 79
- CAGNASSO, *La s.r.l. italiana e le nuove possibilità di finanziamento tramite il crowdfunding. Profili concernenti l'arbitrato e le camere arbitrali*, in *NDS*, 2017, 2417
- CAGNASSO, *Commento all'art. 2476 c.c.*, in *Il nuovo diritto societario*, 1883; 199
- CAGNASSO, *La s.r.l. aperta*, in *Start up e PMI innovative*, Torino, 2020, 239
- CAGNASSO, *Il socio di s.r.l. privo del diritto di voto. Qualche riflessione in tema di proprietà e controllo nell'ambito della società P.M.I.*, in *NDS*, 2018, 915
- CAGNASSO, *La s.r.l. aperta*, in *Start up e P.M.I. innovative*, diretto da Cagnasso e Mambriani, Zanichelli, 2020
- CAGNASSO, *Portale on line e raccolta di capitale di rischio*, in *N.D.S.*, 2019, 154
- CAMPOBASSO, *La società a responsabilità limitata. Un modello "senza qualità"?*, in IRRERA (a cura di), *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della Crisi. Sudi in onore di Oreste Cagnasso*, Torino, Giappichelli, 2020, 19 ss.
- CAMPOBASSO, *Il futuro delle società di capitali*, in *B.b.t.c.*, 2019, I, 138

- CAPELLI, *L'equity based crowdfunding e la c.d. dematerializzazione delle quote di s.r.l.*, in *Osserv. dir. civ. e comm.*, 2016, 537 e ss.
- CAPELLI, *Il controllo individuale del socio di s.r.l. Il modello legale*, Milano, 2017
- CAVANNA, *Partecipazione e diritti particolari dei soci*, in *Le nuove s.r.l.*, diretto da Sarale, Bologna, 2008, 159
- CERRAI-MAZZONI, *La tutela del socio e delle minoranze*, in *Riv. soc.*, 1993, 3
- CERRATO, *La parabola di start up e PMI dalla s.r.l. alla s.p.a.*, in *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della Crisi*, a cura di Irrera, Torino, 2020, 39
- CHESBROUGH, *Open Innovation: The New Imperative for Creating and Profiting from Technology*, Boston, 2003
- CIAN, *S.r.l., s.r.l. semplificata, s.r.l. a capitale ridotto. Una nuova geometria del sistema o un sistema disarticolato?*, in *Riv. soc.*, 2012, 1101
- CIAN, *Le società start-up innovative. Problemi definitivi e tipologici*, in *AIDA*, 2013, 416
- CIAN, *S.r.l. PMI, s.r.l., s.p.a.: schemi argomentativi per una ricostruzione del sistema*, in *Riv. soc.*, 2018, 848
- CIAN, *Società start up innovative e PMI innovative*, in *Giur. comm.*, 2015, I, 969
- CIAN, *Le sedi negoziazione diverse dai mercati regolamentati*, in *Studium iuris*, 2019, 454
- CIAN, *L'intestazione intermediata delle quote di s.r.l. PMI: rapporto societario, regime della circolazione*, in *Nuov. Leggi civ. comm.*, 2018, 1277
- CIAN, *Diritto commerciale*, a cura di Cian, Torino, 2019, 823
- CIAN, *I Fia: osservazioni e interrogative dal punto di vista del quadro di mercato e delle imprese finanziate*, in *B.b.t.c.*, 2017, I, 293 ss..
- CIAFFI, *Finanza regionale e patto leonino*, in *Giur. comm.*, 1995, II, 478
- CIOCCA, *Il finanziamento delle PMI*, in *Start up e PMI innovative: scelte statutarie e finanziamento*, Napoli, 2019, 129
- CIOCCA, *I portali per il crowdfunding*, in *Diritto del Fintech*, a cura di Cian-Sandei, Milano, 2020, 260
- CORSO, *S.r.l. PMI aperte al mercato: scelte statutarie e diritti dei soci investitori*, in *B.b.t.c.*, 2019, 877
- CORSO, *Innovatività dell'oggetto sociale di start up innovativa e controlli del registro delle imprese*, in *B.b.t.c.*, 2018, II, 64
- CORSO, *Società innovative aperte al mercato*, in *Start up e PMI innovative: scelte statutarie e finanziamento*, Napoli, 2019, 60
- CORSO, *Le s.r.l. "aperte" al mercato tra governance societaria e diritti dei soci investitori*, Milano, 2021, 7
- COSCIA, *La teoria della sede effettiva o Sitztheorie e la libertà di stabilimento*, in *Giur. it.*, 2003, 703
- COSSU, *Nuovi modelli di s.r.l. nella legislazione italiana recente*, in *B.b.e tit. cred.*, 2015, I, 449
- COSSU, *Covendita, tag along e cessione della nuda proprietà*, in *Giur. it.*, 2018, 1431
- COSSU, *L'attivismo degli investitori non istituzionali in Italia*, in *B.b.e tit. cred.*, 2017, I, 398
- COSSU, *Società aperte e interesse sociale*. Torino, 2006
- COSTI, *Il mercato mobiliare*, Torino, 2018

- CRUCIL, *La disciplina dell'equity crowdfunding in Italia: emanato il Regolamento Consob sulla raccolta di capitali di rischio da parte di start-up innovative*, in *Riv. soc.*, 2013, 1058
- CULICCHI, *Prime considerazioni sul nuovo regolamento CONSOB in tema di equity crowdfunding*, in *Riv. dir. banc.*, 7, 2013
- CUSA, *Le quote di s.r.l. possono essere valori mobiliari*, in *Riv. soc.*, 2019, 680
- DACCÒ, *I diritti particolari del socio nelle s.r.l.*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber Amicorum G.F. Campobasso*, diretto da G.E. Colombo-G.B. Portale, Torino 2007, vol. 3, 403
- D'ALESSANDRO, *Patti di covendita (Tag Along e Drag Along)*, in *Riv. dir. civ.*, 2010, I, 373
- D'ARRIGO, *Quote di partecipazione e diritti sociali*, in *Start up e PMI innovative*, diretto da Cagnasso e Mambriani, Zanichelli, 2020, 348
- DASTOLI-VANNUCCI, *L'Europa e le politiche industriali*, in *Una nuova politica industriale in Italia, Investimenti, Innovazione, Trasferimento tecnologico*, Firenze, 2016
- DE ANGELIS, *La s.r.l. cent'anni dopo, una società à la carte*, in *Società*, 2018, 684
- DE BENEDETTI, *Scegliere i vincitori, salvare i perdenti. L'idea insana della politica industriale*, Venezia, 2016
- DE LUCA, *Ancora sulla clausola di accodamento e trascinamento, Possono essere inserite a maggioranza?* in *B.b.t.c.*, 2013, II, 65
- DE LUCA, *Vengo anch'io: no tu no. Tre lustri di clausole di accodamento e trascinamento*, in *AGE*, 2021, 329
- DEL LINZ, *L'introduzione delle clausole di covendita negli statuti sociali*, in *Giur. comm.*, 2012, II, 1074
- DE MARI, *Equity crowdfunding, PMI non quotate e mercati secondari: una lacuna da colmare?*, in *Mercati e Finanza*, 2019
- DENTAMARO, *Le offerte condotte esclusivamente sul portale e gli strumenti a diretta tutela dell'investimento non professionale*, in *Riv. dir. imp.*, 2017, 539
- DESANA, *PMI innovative, PMI e società a responsabilità limitata: una rivoluzione copernicana?*, in IRRERA (a cura di), *La società a responsabilità limitata: un modello trans tipico alla prova del Codice della Crisi. Studi in onore di Oreste Cagnasso*, Torino, Giappichelli, 2020, 59
- DI BITONTO, *Clausola statutaria di c.d. drag along: chi era costei?*, in *Soc.*, 2008, 1373
- DI BITONTO, *Diritto statutario di covendita (Tag-along) collegato al cambio di controllo e vendita della nuda proprietà di azioni*, in *Soc.*, 2013, 780
- DI FALCO, *Tecniche di protezione dei crowdfunders (investitori non professionali): limiti e prospettive di tag along e diritto di recesso*, in *Aspetti giuridici del crowdfunding*, a cura di Mosco, Milano, 2013
- DI NELLA, *Natura e divisibilità delle quote di partecipazione*, in *S.r.l. Commentario a cura di Dolmetta e Presti*, Giuffrè, 2011, 275
- DOLMETTA, *Sul tipo s.r.l.*, in *S.r.l., Commentario dedicato a G.B. Portale*, Milano, 2011, 16
- FERRARINI, *I costi dell'informazione societaria per le PMI: mercati alternativi, « crowdfunding » e mercati privati*, in *AGE*, 2013, 215
- FERRARINI, *L'ammissione a quotazione: natura, funzione, responsabilità e « self-listing »*, in *AGE*, 2002, 24

- FERRI JR., *Autonomia statutaria e mercato a confronto*, in *Riv. dir. comm.*, 1999, I, 92
- FLEISCHER, *Internationale Trends und Reformen in Recht der geschlossenen Kapitalgesellschaft*, in *NZG*, 2014, 1081
- FORESTIERI, *I nuovi canali di finanziamento delle imprese. Minibond, cartolarizzazioni, capitale di rischio*, in *Bancaria*, 6, 2014, 3
- FORTUNATO, *La libertà di stabilimento delle società in una recente sentenza della Corte di Giustizia: il caso Centros*, in *Il diritto dell'Unione Europea*, 2000, 83
- FREGONARA, *La start up innovativa*, Milano, 2013
- FREGONARA, *L'equity based crowdfunding: un nuovo modello di finanziamento per le start up innovative*, in *Giur. it.*, 2016, 2287
- FREGONARA, *Il Restyling del Regolamento Consob in tema di equity crowdfunding*, in *NDS*, 2016, 6, 33
- FREGONARA, *Strumenti di ricorso al capitale di credito e di rischio nelle società a responsabilità chiuse*, in *B.b.e tit. cred.*, 2017, I, 610
- FREGONARA, *Trasferimento delle partecipazioni*, in *start up e PMI innovative*, diretto da Cagnasso e Mambriani, Zanichelli, 2020, 380
- GARESIO, *Le fattispecie*, in *Start up e PMI innovative*, diretto da Cagnasso e Mambriani, Zanichelli, 2020, 92
- GIAMPAOLINO, *Destabilizzazione della compagine sociale e clausole di lock up sociali e parasociali*, in *Riv. soc.*, 2008, 152
- GIANI, *La rilevanza delle microimprese*, in *Olivieri-Presti, Cinquanta sfumature di impresa*, Bologna, Il Mulino, 2014
- GILOTTA, *Il disinvestimento tramite quotazione: opportunità e limiti*, in *AGE*, 2021, 360
- GILSON, *Engineering a Venture Capital Market: Lessons from the American Experience*, in *Stanford Law Rev.*, 2003, 1067
- GORDON, *Mandatory Structure of Corporatae Law*, in *89 Columbia Law Review*, 1989, 1549
- GORDON-SMITH, *The Exit Structure of Venture Capital*, in *UCLA L. Rev.*, 53, 2005, 316
- GRAZIANI, *Diritto delle società*, Napoli, 1962
- GUACCERO, *La start-up innovativa in forma di società a responsabilità limitata: raccolta del capitale di rischio ed equity crowdfunding*, in *B.B.t.c.*, 2014, 699
- GARCEA, *Le nuove s.r.l. e l'autonomia statutaria: partecipazione sociale, indebitamento ed emissione di strumenti finanziari*, in *Riv. dir. Priv.*, 2014, 581
- GUIDA, *L'assegnazione di partecipazioni sociali in misura non proporzionale al conferimento*, in *Riv. dir. priv.*, 2008, 399
- GUIDOTTI, *Sulla derogabilità della norma relativa ai diritti di controllo del socio nella s.r.l.*, in *Giur. comm.*, 2010, I, 422
- GUIZZARDI, *L'impresa start up innovativa costituita in forma di s.r.l.*, in *Giur. comm.*, 2016, 656
- HELLMANN, *Theory of Strategic Venture Investing*, in *Journal of Financial Economics*, 2002, 285
- IACCARINO, *Attribuzione del diritto di voto non proporzionale alla partecipazione sociale*, in *Soc.*, 2008, 31
- IBBA, *Forma e pubblicità nella costituzione delle start up innovative*, in *Start up e PMI innovative: scelte statutarie e finanziamento*, Napoli, 2019, 11

- KINDLER, *Le fusioni nel diritto tedesco: la sentenza Sevic della Corte di Giustizia e l'attuazione della direttiva 2005/56/CE in Germania*, in *B.b.t.c.*, 2006, 479
- KIRCHNER, PAINTER, KAAL, *Regulatory Competition in EU Corporate Law after Inspire Art: Unbundling Delaware's Product for Europe*, in *ECFR*, 2005, 159
- KOTHA-GEORGE, *Friends, family, or fools: entrepreneur experience and its implications for equity distribution and resource mobilization*, in *J. Bus. Ventur.*, 2012, 525
- LAMANDINI-MUNOZ, *La disciplina dell'equity crowdfunding nella prospettiva dell'emittente e del diritto societario: verso il sub tipo dell'emittente digitale?*, in *RDS*, 2019, 594
- LAMBERTI, *The financing to new companies: peculiarities of innovative start up companies and the equity based crowdfunding in Italy*, in *NDS*, 2015, 2, 23
- LA PORTA, *Dal tipo contrattuale al modello di società: autonomia contrattuale e norme inderogabili nel nuovo diritto societario*, in *Soc.*, 2002, 14
- LA SALA, *Start up innovative: fattispecie e costituzione in forma di s.r.l.*, in *Riv. soc.*, 2017, 1118
- LAUDONIO, *Le altre facce del Crowdfunding*, in *Dir. Banca e mer. finanz.*, 2017, 261
- LAUDONIO, *La folla e l'impresa: prime riflessioni sul crowdfunding*, in *www.orizzontideldirittocommerciale.it*, 2014, 30
- LEVINE, *Finance and Growth: Theory and Evidence*, *Handbook of Economic Growth*, I, 865-934, Edited by Aghion and Durlauf, 2005
- LIBERTINI, *Impresa, proprietà intellettuale e Costituzione*, in *AIDA*, 2005, 50
- LOFFREDO, *Start up innovative e lucratività*, in *Start up e PMi innovative: scelte statutarie e finanziamento*, *Esi* 2019, 30
- LOMBARDO, *Libertà di stabilimento e mobilità delle società in Europa*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2005, 353
- LOMBARDO, *La libertà comunitaria di stabilimento dopo il caso Überseering: tra armonizzazione e concorrenza fra ordinamenti*, in *B.b.t.c.*, 2003, 457
- LUISE, *Il sistema delle start up e l'innovazione possibile*, in *Il Mulino*, 2019, fasc. 6, 973
- LUONI, *Introduzione a maggioranza delle clausole di covendita: osservazioni sul tema*, in *Giur.it.*, 2011, 2585
- LUPETTI, *Deroga al criterio di proporzionalità tra partecipazione sociale e diritto di voto nelle s.r.l. tra vecchio e nuovo diritto societario*, in *Riv. Not.*, 2004, 1553
- MACCHIAVELLO, *La modifica del regolamento Consob in materia di equity crowdfunding alla luce dell'evoluzione del diritto finanziario europeo e delle tendenze di regolazione dell'investment-based crowdfunding in Europa*, in *BIS*, 2016, 279
- MACCHIAVELLO, *La travagliata evoluzione normativa dell'equity crowdfunding in Italia, il nuovo regolamento Consob e la prospettiva di regolazione del crowdfunding a livello europeo: una disciplina destinata a breve vita?*, in *Riv. dir. banc.*, 2018, 133
- MALTONI, *La s.r.l. start-up innovativa*, in *Le nuove s.r.l. Aspetti sistematici e soluzioni operative*, Convegno Firenze, 18 ottobre 2013
- MALTONI, *La partecipazione sociale*, in *La riforma della società a responsabilità limitata*, a cura di Caccavale-Magliulo-Maltoni-Tassinari, 2^a ed., 2007, 219
- 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*, diretta da Irrera, Bologna, 2011, 442
- MALTONI-RUOTOLO-BOGGIALI, *La nuova disciplina delle (PMI) società a responsabilità limitata*, reperibile online all'indirizzo <https://www.notariato.it/wp-content/uploads/101-2018-I.pdf>
- MALTONI, SPADA, *L'impresa start up innovativa costituita in società a responsabilità limitata*, reperibile sul sito www.cavererespondere.it, 2013, 4 e poi pubblicata su *Riv. not.*, 2013, 1113
- MANZI, *Il fenomeno del crowdfunding e del social lending: caratteristiche operative e profili contrattuali*, in Capriglione (a cura di), *I contratti dei risparmiatori*, Milano, 393
- MARASÀ, *Considerazioni sulle nuove s.r.l.: s.r.l. semplificate, s.r.l. ordinarie e start up innovative prima e dopo la l. n. 99/2013 di conversione del d. l. n. 76/2013*, in *Soc.*, 2013, 1095
- MARASÀ, *Le s.r.l. nel quadro della legislazione di agevolazione*, in *N.L.C.C.*, 2014, 632
- MAUGERI, *Quali diritti particolari per il socio di società a responsabilità limitata?*, in *Riv. soc.*, 2004, 1505
- MAUGERI, *Lo statuto delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio*, in *Il Testo Unico finanziario. Mercati ed emittenti*, Cera-Presti (a cura di) Bologna, 2020, 1227
- MAZZUCCATO, *The Entrepreneurial State: Debunking Public vs. Private Sector Myths*, Aethem, 2013
- MIOTTO, *Fallibilità delle start up innovative. La tensione tra apparenza e realtà*, in *Dir. Fall e soc. comm.*, 2019, 1117
- MONTAGNANI, *Il controllo giudiziario: ambito di applicazione e limiti dell'attuale tutela*, in *Riv. soc.*, 2004, 1124
- MONTALENTI, *La società per azioni a dieci anni dalla riforma: un primo bilancio*, in *Riv. soc.*, 2014, 403
- MONTALENTI, *Il diritto societario dai tipi ai modelli*, in *Giur comm.*, 2016, I, 420
- MONTALENTI, *Le nuove forme organizzative dell'attività economica: il diritto societario dei tipi ai modelli*, in *Id.*, *Impresa, società di capitali, mercati finanziari*, Torino, 2017
- MUCCIARELLI, *Libertà di stabilimento comunitaria e concorrenza tra ordinamenti societari*, in *Giur. comm.*, 2000, 559
- MUCCIARELLI, *Fusioni transfrontaliere e libertà di stabilimento delle società nell'Unione Europea: il caso "Sevic"*, in *Giur. comm.*, 2006, 417
- MUNARI, *Impresa e capitale sociale nel diritto della crisi*, Torino, 2014, 123
- NICOLUSSI, *Europa e cosiddetta competizione tra ordinamenti giuridici*, in *Europa dir. Priv.*, 2006, 83
- NIGRO-ENRIQUES, *Venture capital e diritto societario italiano: un rapporto difficile*, in *AGE*, 2021, 190
- NOCELLA, *Il caso Inspire Art: l'armonizzazione al banco di prova*, in *Giur. comm.*, 2005, 5
- NOTARI, *Analisi de iure condendo delle « varianti organizzative » delle s.r.l. (start up innovative, PMI innovative e PMI): problemi aperti e prospettive evolutive*, in *ODCC*, 2019, 248

- NOTARI, *Diritti particolari dei soci e categorie speciali di partecipazioni*, in AGE, 2003, 325 e ss.
- NUZZO *Funding and risk in the Italian rules on innovative start-ups*, in *The Internationalisation of business and prevention of financial crimes*, a cura di Antinucci, Pisa, 57
- OCCHILUPO, *Srl ordinaria, Srl semplificata e Start up innovative costituite sotto forma di srl: quali vantaggi da una destrutturazione del diritto societario?* in BIS, 2013, 389
- ONIDA, *Finanza per lo sviluppo e l'innovazione nel quadro europeo: strumenti, risorse (piano Juncker), capitali pazienti*, in *Una nuova politica industriale in Italia, investimenti, innovazione, trasferimento tecnologico*, Firenze, 2016
- ONIDA-VIESTI, *Introduzione: la politica industriale in Italia*, in *Una nuova politica industriale in Italia, Investimenti, Innovazione, Trasferimento tecnologico*, Firenze, 2016
- ONZA-SALAMONE, *Prodotti, Strumenti finanziari, valori mobiliari*, in *B.b.t.c.*, 2009, I, 570
- OTTOLIA, *L'equity crowdfunding tra incentivi al reperimento di capitale di rischio per start up innovative e responsabilità*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2014, I, 49
- OTTOLIA, *Le private industriali nella disciplina delle start up e PMI innovative*, in *Start up e PMI innovative*, Bologna, 2020, 137
- PALMIERI, *Principio di proporzionalità, diritti particolari dei soci e autonomia statutaria nella s.r.l.*, in *Riv. soc.*, 2011, 903
- PARRELLA, *Sub Art. 2476*, in AA.VV., *La riforma delle società*, a cura di Sandulli Santoro, Tomo 3, Torino, 2003, 121
- PASSADOR, *Crowdfunding: tra profili di adeguatezza ed appropriatezza e profili di applicabilità all'aumento di capitale*, in BIS, 2015, 287
- PEDERZINI, *La nuova società a responsabilità limitata — Introduzione*, in *La nuova società a responsabilità limitata*, Agg., Padova, 2017, 3, in *Trattato di Dir. comm. e di dir. pubb. dell'econ.*, diretto da Galgano
- PEDERZINI, *La libertà di stabilimento delle società europee nell'interpretazione evolutiva della Corte di Giustizia. Armonizzazione e concorrenza tra ordinamenti nazionali*, in AA.VV., *Percorsi di diritto societario europeo*, Torino, 2016, 95
- PERNAZZA, *Libertà di stabilimento delle società in Europa e tutela dei creditori*, in *Soc.*, 2004, 380
- PERRINO, *Il controllo individuale del socio di società di capitali: fra funzione e diritto*, in *Giur. comm.*, 2006, 664
- PERRONE, *Dalla libertà di stabilimento alla competizione fra gli ordinamenti? Riflessioni sul "caso Centros"*, in *Riv. soc.*, 2001, 1292
- PIATTELLI, *Il crowdfunding in Italia*, Torino, 2013
- PICCOLO, *L'importanza della clausola di covendita e di trascinamento nell'ordinamento giuridico italiano*, in *Vita not.*, 2016, 985
- PIGNOTTI, *La nuova disciplina italiana dell'equity based crowdfunding*, in *Riv. dir. imp.*, 2016, 559
- PINNARÒ, *Commento all'art. 2468*, in *Società di capitali. Commentario* a cura di Nicolini-Stagno d'Alcontres, III, Napoli, 2004, 1499
- PINTO, *L'equity based crowdfunding in Italia al di fuori delle fattispecie regolate dal "Decreto Crescita"*, in *Società*, 2013, 818

- PLATTNER, *La quotazione all'AIM come tecnica di finanziamento della PMI*, Relazione al Convegno di studi in materia di *Società a responsabilità limitata, piccola e media impresa, mercati finanziari: un mondo nuovo?*, svolto a Courmayer nei giorni 14-15 settembre 2018
- POLICARO, *Dalle s.r.l. emittenti sui portali online di equity crowdfunding alle s.r.l. aperte*, in IRRERA (a cura di), *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della Crisi. Studi in onore di Oreste Cagnasso*, Torino, Giappichelli, 2020, 113
- PORTALE, *Società a responsabilità limitata senza capitale sociale e imprenditore individuale con capitale destinato*, in *Riv. Soc.*, 2010, 1249
- RESCIO, *Operazioni sul capitale, utilizzo delle riserve e strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. Soc.*, 2018, 1232
- RINALDO, *La multiformità della s.r.l.*, in *Riv. soc.*, 2020, 1521
- RIVOLTA, *La società a responsabilità limitata*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, diretto da Cicu-Messineo e continuato da Mengoni, XXX, t. 1, Giuffrè, Milano, 1982, 166
- ROSSI G., *Competizione regolamentare e contrattualizzazione del diritto societario*, in *Aa.Vv.*, *Regole del mercato e mercato delle regole. Il diritto societario e il ruolo del legislatore*. Atti del Convegno internazionale di studi, Venezia 13-14 novembre 2016, 21
- ROSSI S., *S.r.l.-PMI: disciplina del capitale e tipologia della società*, in *Riv. dir. soc.*, 2019, 525
- SALAFIA, *Commento all'art. 2476 c.c.*, in *Codice commentato delle nuove società*, a cura di Bonfante, Corapi, Marziale, Rordorf, Salafia, Ipsa, Milano, 2004, 1064
- SALVATORE, *Le start up innovative tra dato normativo e prassi contrattuale*, in *NDS*, 2014, 26
- SANDRELLI, *Raccolta di capitali e attività di investimento. Note sulla nozione di « organismo di investimento collettivo di risparmio » a seguito dell'attuazione della direttiva sui fondi alternativi*, in *Riv. soc.*, 2015, 396
- SANTINI, *Società a responsabilità limitata*, in *Commentario Scialoja Branca*, Zanichelli - Foro italiano, Bologna-Roma, 1992, 39
- SANTONI, *Le quote di partecipazione nella s.r.l.*, in *Liber Amicorum Campobasso*, III, Torino, 2007, 392
- SANTORO, *Tentativi di sviluppo di un mercato secondario delle quote di società a responsabilità limitata*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2020, fasc. 1, 28
- SANTOSUOSSO, *La riforma del diritto societario, Autonomia privata e norme imperative nei DD. Lgs. 17 gennaio 2003, nn. 5 e 6*, Giuffrè, Milano 2003, 202
- SANTOSUOSSO, *Introduzione alla riforma delle società a responsabilità limitata PMI e qualificazione tipologica della società a responsabilità limitata*, in *Riv. dir. Soc.*, 2019, 3, 489
- SARACINO, *Categorie di quote e particolari diritti*, in *Start up e PMI innovative*, diretto da Cagnasso e Mambriani, Zanichelli, 2020, 357
- SCHMIDT, *Convertible Securities and Venture Capital Finance*, in *J. Finance*, 2003, 1139
- SCIUTO, *Le quote di partecipazione*, in *Le società a responsabilità limitata*, (a cura di) Ibba Marasà, I, Milano 2020, 541

- SPADA, *La tipicità delle società*, Padova, Cedam, 1974
- SPADA, *Classi e tipi di società dopo la riforma organica (guardando alla nuova società a responsabilità limitata)*, in *Riv. dir. civ.*, 2003, I, 489
- SPERANZIN, *L'aumento del capitale sociale, in La nuova società a responsabilità limitata* (a cura di Bione-Guidotti-Pederzini), Padova, 2012, 492
- SPERANZIN, *S.r.l. piccole e medie imprese tra autonomia statutaria e ibridazione dei tipi (con particolare riferimento alle partecipazioni prive del diritto di voto)*, in *Riv. soc.*, 2018, 335
- SPERANZIN, *Partecipazioni senza diritto di voto nella s.r.l.*, in *La struttura finanziaria ed i bilanci delle società di capitali, Studi in onore di G.E. Colombo*, Torino, 2011, 215
- STELLA RICHTER, *La società a responsabilità limitata. Disposizioni generali. Conferimenti. Quote*, in *Aa.Vv., Diritto delle società di capitali. Manuale breve*, 3^a ed., Milano, Giuffrè, 2006, 287
- SUPINO, *Individuazione di fonti alternative di finanziamento per le PMI nelle previsioni della Capital Market Union*, in *Contratto e impr.*, 2016, 933
- STUMPO, *Osservatorio di diritto comunitario: la definizione di microimpresa e PMI*, in *Dir. prat. soc.*, 2003, 43
- TASSINARI, *La partecipazione sociale di società a responsabilità limitata e le sue vicende: prime considerazioni*, in *Riv. Not.*, 2003, 1424
- TROIANIELLO, *Lo stabilimento delle società nell'Unione europea*, Napoli, 2009
- TROISI, *Crowdfunding e mercato creditizio: profili regolamentari*, in *Contr. impr.*, 2014, 519
- TULLIO, *Gli investimenti corporate nelle start-up: il corporate venture capital*, in *AGE*, 2021, 112
- VELLA, *La riforma del diritto societario dieci anni dopo, Atti del Convegno, Milano 13-14 giugno 2014*, in *Quaderni di Giur. Comm.*, 2015, 166
- VITALI, *Equity crowdfunding: la nuova frontiera della raccolta del capitale di rischio*, in *Riv. soc.*, 2014, 371
- WEIGMANN, *Verso una definizione di s.r.l. controllata*, in *Riv. dir. societario*, 2014, 30
- ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, in *Commentario Schesinger*, I Milano, Giuffrè, 2010, 46
- ZANARONE, *Sub art. 2481-ter*, in *Il Codice Civile Commentario*, fondato e diretto da P. Schlesinger e continuato da F.D. Busnelli, Milano, 2010, 1602
- ZANARONE, *art. 2479*, in *Il Codice Civile Commentario*, fondato e diretto da P. Schlesinger e continuato da F.D. Busnelli, Milano, 2010, 1297
- ZANARONE, *Il ruolo del tipo societario dopo la riforma*, in *Il nuovo diritto societario. Liber amicorum Campobasso*, a cura di Abbadessa-Portale, Torino, 2006, I, 83
- ZANARONE, *La società a responsabilità limitata. Un modello "senza qualità"? in (Un ideale dialogo con Oreste Cagnasso)*, in IRRERA (a cura di), *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della Crisi. Studi in onore di Oreste Cagnasso*, Torino, Giappichelli, 2020, 13
- ZANARONE, *Le altre società di capitali*, in ALLEGRI (e altri), *Diritto commerciale*, Monduzzi, Bologna, 2004, 316
- ZUMBASEN, *Spaces and Places: A Systems Theory Approach to Regulatory Competition in European Company Law*, in *European Law Journal*, 2006, 12, 535

QUADERNI DI GIURISPRUDENZA COMMERCIALE

1. Giuseppe B. Portale, *I conferimenti in natura «atipici» nella S.p.A. - Profili critici*, 1974, pp. 76.
2. Mario Libertini, *Pagamento cambiario e revocatoria fallimentare* (ristampa con appendice), 1983, pp. XII-212.
3. Vincenzo Buonocore - Augusto Fantozzi - Massimo Alderighi - Guido Ferrini, *Il leasing, Profili privatistici e tributari*, 1975, pp. X-258.
4. Sergio Carbone, *Il trasporto marittimo di cose nel sistema dei trasporti internazionali*, 1976, pp. IX-135.
5. Pier Giusto Jaeger, *Il voto «divergente» nella Società per Azioni*, 1976, pp. IV-96.
6. Renzo Costi, *Lavoro e impresa nel nuovo diritto di famiglia*, 1976, pp. IV-124.
7. A. Amatucci - A. Candi - F. d'Alessandro - G. Fanelli, *La disciplina dei gruppi di società nella «novella» del 1974*, 1978, pp. VIII-212.
8. *Partecipazioni statali strategie ed assetto*. Atti del seminario di studio svoltosi il 30 settembre, 1 e 2 ottobre 1976 presso la Facoltà di Economia e Commercio dell'Università di Napoli, 1977, pp. VIII-324.
9. Wanda d'Alessio - Antonia Irace - Bruno Lo Iudice - Marilena Rispoli Farina - Vittorio Santoro - Gabriella Troise, *Cooperazione e regioni*, 1977, pp. IV-296.
10. Francesco Denozza, *Contratto e impresa nell'assicurazione a premio*, 1978, pp. X-128.
11. Giovanni Cabras, *Le opposizioni dei creditori nel diritto delle società*, 1978, pp. VIII-176.
12. Umberto Belviso, *Sequestro e fallimento*, 1978, pp. IV-92.
13. Giovanni Lo Cascio, *Le liquidazioni del compenso del curatore fallimentare e del commissario giudiziale nelle procedure concorsuali*, 1978, pp. IV-104.
14. AA.VV., *Nuovi tipi contrattuali e tecniche di redazione nella pratica commerciale*, 1978, pp. VIII-420.
15. *La prassi dei tribunali italiani in materia di fallimento - I*, 1978, pp. VIII-248.
16. Domenico Buonomo, *Società e controllo pubblico*, 1978, pp. IV-168.
17. Roberto Weigmann, *Concorrenza e mercato azionario*, 1978, pp. VI-142.
18. Maria Costanza, *Obbligazioni solidali e transazione*, 1978, pp. IV-96.
19. *La riforma della legislazione sulle cooperative*, a cura di G. Bucci e A. Cerrai, 1979, pp. XII-512.
20. Gabriele Silingardi, *Il compromesso in arbitri nelle società di capitali*, 1979, pp. VIII-220.
21. Giovanni Gabrielli, *Comunione coniugale ed investimento in titoli*, 1979, pp. IV-76.
22. Francesco Capriglione, *I consorzi bancari e la legge sulla ristrutturazione finanziaria delle imprese*, 1979, pp. VIII-160.
23. Amedeo Bassi, *Dividendi e ristorni nelle società cooperative*, 1979, pp. VIII-72.
24. Edoardo F. Ricci, *Formazione del passivo fallimentare e decisione sul credito*, (ristampa), pp. IV-152.
25. Giovanni Grippo, *Deliberazione e collegialità nella società per azioni*, 1979, pp. VI-200.
26. Francesco Denozza, *Licenze di brevetto e circolazione delle tecniche*, 1979, pp. VI-172.
27. Pier Giusto Jaeger, *Il bilancio d'esercizio delle società per azioni*, Seconda edizione, pp. XII-196.
28. Luigi Devoto, *L'assuttore e la cessione delle revocatorie*, 1980, pp. IV-84.
29. Alberto Jorio, *Impresa di assicurazione e controllo pubblico*, 1980, pp. VIII-136.
30. Gabriele Silingardi, *Contratto di trasporto e diritti del destinatario*, 1980, pp. VIII-124.
31. Francesco Vassalli, *La condotta del debitore nella «conversione» delle procedure concorsuali*, 1980, pp. IV-104.
32. Gaspare Spatazza, *La società di fatto*, 1980, pp. IV-144.
33. Roberto Sacchi, *Gli obbligazionisti nel concordato delle società*, 1981, pp. IV-112.
34. Gianluca La Villa, *Società strumentali e profili di responsabilità*, 1981, pp. VIII-136.
35. Maurizio De Acutis, *Le azioni di risparmio*, 1981, pp. IV-156.
36. Giuseppe Nicolini, *Il capitale sociale minimo*, 1981, pp. IV-120.
37. Bianca Cassandro, *Collaborazione alla gestione e finanziamento d'impresa: il factoring in Europa*, 1981, pp. VIII-240.
38. Sido Bonfatti, *La formazione dello stato passivo nel fallimento: dieci anni di giurisprudenza*, 1981, pp. VI-556.

39. *La vendita internazionale (La Convenzione di Vienna dell'11 aprile 1980)*. Atti del Convegno di studi di S. Margherita Ligure, 26-28 settembre 1980, 1981, pp. VII-508.
40. *La prassi dei tribunali italiani in materia di fallimento - II*, 1982, pp. VI-248.
41. Lucio Lanfranchi, *Sulla tutela dei diritti nel fallimento*, 1982, pp. VI-146.
42. Renzo Costi - Mario Libertini, *Problemi giuridici delle agevolazioni finanziarie all'industria*, 1982, pp. VIII-520.
43. Carlo Angelici, *Appunti sul «riconoscimento» delle società costituite all'estero*, 1982, pp. VIII-140.
44. M. Bione - V. Calandra Buonauro, *Consorzi-fidi e cooperative di garanzia*, 1982, pp. VIII-220.
45. Luciana Cabella Pisu, *Garanzia e responsabilità nelle vendite commerciali*, 1983, pp. IV-292.
46. Vincenzo Di Cataldo, *L'originalità dell'invenzione*, 1983, pp. VIII-116.
47. Gaetano Piepoli, *Interessi individuali e interessi collettivi nel risanamento della grande impresa*, 1983, pp. XII-220.
48. Ferdinando Giorgieri, *La riapertura del fallimento*, 1983, pp. IV-156.
49. Laura Gualandi, *Il monte titoli. Le operazioni*, 1983, pp. VI-148.
50. Gabriele Racugno, *La responsabilità dei soci nelle cooperative*, 1983, pp. IV-180.
51. Oreste Cagnasso, *La concessione di vendita*, 1983, pp. IV-184.
52. Vincenzo Calandra Buonauro, *Amministrazione disgiuntiva e società di capitali*, 1984, pp. VIII-156.
53. *Tipicità e atipicità nei contratti*, 1984, pp. VIII-200.
54. *1882 -1982. Cento anni dal codice di commercio*, 1984, pp. XVI-308.
55. Giovanni Iudica, *La responsabilità contrattuale degli appaltatori in joint venture*, 1984, pp. VIII-116.
56. Concetto Costa, *Le riserve nel diritto delle società*, 1984, pp. IV-104.
57. *I fondi comuni d'investimento*, a cura di P. G. Jaeger e P. Casella, 1984, pp. VIII-504.
58. Francesco Denozza, *La disciplina delle intese nei gruppi*, 1984, pp. IV-128.
59. Guido Bonfante, *La legislazione cooperativa. Evoluzione e problemi*, 1984, pp. IV-328.
60. Massimo Montanari, *Profili della revocatoria fallimentare dei pagamenti*, 1984, pp. VIII-132.
61. Ilario Menghi, *La morte del socio nelle società di persone*, 1984, pp. IV-136.
62. Caterina Montagnani, *Tipologia delle società di capitali e seconda convocazione*, 1984, pp. IV-160.
63. Giorgio Costantini, *Le espropriazioni forzate speciali*, 1984, pp. VIII-356.
64. Giovanni Panzarini, *Lo sconto dei crediti e dei titoli di credito*, 1984, pp. IV-696.
65. Pier Giusto Jaeger, *La nozione d'impresa dal codice allo statuto*, 1985, pp. VII-172.
66. Roberto Weigmann, *La liquidazione delle società davanti al giudice del lavoro*, 1985, pp. IV-152.
67. Matteo Rescigno, *Le società fra professionisti*, 1985, pp. VIII-128.
68. Nicola Mazzacuva, *Problemi attuali di diritto penale societario*, 1985, pp. IV-128.
69. Giulio Ponzanelli, *Le «Non profit organization»*, 1985, pp. IV-176.
70. Paolo Montalenti, *Il socio accomandante*, 1985, pp. IV-368.
71. Giuseppe Fauceglia, *Il contratto di finanziamento assistito da agevolazione*, 1985, pp. VI-242.
72. *Il progetto di riforma della legge fallimentare*, 1985, pp. VI-192.
73. Giorgio Floridia, *L'invenzione farmaceutica nel sistema italiano dei brevetti*, 1985, pp. IV-220.
74. Adriano Rossi, *Revisione contabile e certificazione obbligatoria*, 1985, pp. XII-304.
75. Cosimo Marco Mazzoni, *Frutti civili e interessi di capitale*, 1985, pp. VIII-104.
76. Giovanni Gabrielli, *Vincolo contrattuale e recesso unilaterale*, 1985, pp. VIII-160.
77. Luigi Carlo Ubertazzi, *Profili soggettivi del brevetto*, 1985, pp. VI-328.
78. Guido Ferrarini, *La responsabilità da prospetto*, 1986, pp. IV-208.
79. Fabrizio Devescovi, *Le conférences marittime come strumento di collaborazione tra imprese*, 1986, pp. IV-252.
80. Giovanni Cabras, *Le garanzie collettive per i finanziamenti alle imprese*, 1986, pp. IV-192.
81. Maria Elena Gallezio-Piuma, *I poteri dell'assemblea di società per azioni in liquidazione*, 1986, pp. IV-276.
82. *Riserve e fondi nel bilancio d'esercizio*, a cura di G. Castellano, 1986, pp. XII-280.
83. Corrado Ferri, *I provvedimenti del giudice delegato e l'art. 26 della legge fallimentare*, 1986, pp. IV-132.

84. *Il fallimento delle società nelle prospettive di riforma*. Atti del convegno S.I.S.CO. del 16 novembre 1985, 1986, pp. IV-176.
85. *Sistema finanziario e controlli: dall'impresa al mercato*, 1986, pp. XII-160.
86. Francesco Vella, *Le succursali di banche estere in Italia*, 1987, pp. VI-170.
87. AA.VV., *Responsabilità limitata e gruppi di società*, 1987, pp. IV-192.
88. Gaetano Insolera - Marco Zanotti, *Il reato di infedele dichiarazione dei redditi*, (Ristampa con appendice di aggiornamento), 1988, pp. IV-172.
89. Marco Mazzarelli, *La società per azioni con partecipazione comunale*, 1987, pp. VIII-182.
90. *La responsabilità del curatore. Aspetti civili, fiscali e penali*. Atti del convegno S.I.S.CO. del 13 dicembre 1986, 1988, pp. IV-144.
91. *Sviluppi e nuove prospettive della disciplina del leasing e del factoring in Italia*, a cura di A. Munari, 1988, pp. IV-184.
92. Andrea Paciello, *La clausola generale della precisione di bilancio*, 1988, pp. IV-228.
93. Paola De Sanna, *Accessorietà ed autonomia nel sistema delle garanzie a prima richiesta*, 1988, pp. VIII-92.
94. Vittorio Giorgi, *Profili istruttori delle procedure concorsuali*, 1988, pp. X-250.
95. Alberto Bregoli, *Indebito soggettivo, mala fede del creditore e pagamenti coattivi*, 1988, pp. IV-120.
96. Roberto Rosapepe, *L'esclusione del diritto di opzione degli azionisti*, 1988, pp. VIII-176.
97. *Il progetto italiano di attuazione della IV direttiva C.E.E.*, a cura di A. Jorio, 1988, pp. IV-360.
98. Piero Pennetta, *La filiale comune internazionale*, 1988, pp. XII-276.
99. Paolo Felice Censoni, *Gli effetti del concordato preventivo sui rapporti giuridici preesistenti*, 1988, pp. VI-214.
100. Giuseppe Fauceglia, *Il franchising: profili sistematici e contrattuali*, 1988, pp. VI-226.
101. Giannantonio Benacchio, *La proprietà nell'impresa autogestita jugoslava*, 1988, pp. VIII-292.
102. Mario Franzosi, *Monopolio - Oligopolio - Concentrazioni*, 1989, pp. VIII-84.
103. *L'amministrazione straordinaria delle grandi imprese in crisi*, 1989, pp. VI-140.
104. Sido Bonfatti, *Il coobbligato del fallito nel fallimento*, 1989, pp. IV-308.
105. Vincenzo Meli, *Lo sfruttamento abusivo di posizione dominante mediante imposizione di prezzi «non equi»*, 1989, pp. VIII-200.
106. Aldo Maisano, *La tutela concorsuale dei creditori tra liquidazione e riassetto delle imprese in crisi*. (Evoluzione e prospettive di riforma del diritto fallimentare), 1989, pp. IV-328.
107. Guido Bonfante, *I rapporti pendenti nel fallimento e la locazione finanziaria*, 1989, pp. IV-164.
108. Sergio Seminarà, *Insider Trading e diritto penale*, 1989, pp. XI-392.
109. *Problemi e prospettive del processo di fallimento*. Atti del convegno S.I.S.CO. del 26 novembre 1988, 1989, pp. VI-164.
110. Roberto Marinoni, *Il redressement judiciaire des entreprises*. Nel diritto fallimentare francese, 1989, pp. IV-152.
111. Giovanni Tantini, *I «versamenti in conto capitale»*. Tra conferimenti e prestiti, 1990, pp. IV-132.
112. Giorgio Schiano di Pepe, *Il gruppo di imprese*, 1990, pp. VIII-160.
113. Paola Ivaldi, *Diritto uniforme dei trasporti e diritto internazionale privato*, 1990, pp. VIII-164.
114. *Il diritto del mercato finanziario alla fine degli anni 80*, a cura di R. Costi, 1990, pp. XII-332.
115. Giorgia M. Boi, *Gli impedimenti all'esecuzione del contratto di trasporto marittimo*, 1990, pp. VI-192.
116. Luigi Mansani, *Ribassi di prezzo offerte promozionali e concorrenza sleale*, 1990, pp. VI-294.
117. Patrizia Grosso, *I controlli interni nelle società cooperative*, 1990, pp. VIII-208.
118. Davide Sarti, *La tutela dell'estetica del prodotto industriale*, 1990, pp. IV-220.
119. Vincenzo Donativi, *Introduzione della disciplina antitrust nel sistema legislativo italiano*, 1990, pp. XII-512.
120. Marco Cassottana, *L'abuso di potere a danno della minoranza assembleare*, 1991, pp. X-478.
121. *Le gestioni di patrimoni mobiliari*, a cura di F. Capriglione, 1991, pp. X-406.
122. Giuliano Scarselli, *L'accertamento sommario del passivo fallimentare*, 1991, pp. VI-170.
123. Marco Arato, *Operazioni bancarie in conto corrente e revocatoria fallimentare delle rimesse*, (ristampa integrata), 1995, pp. IV-280.

124. Paolo Montalenti, *Il leveraged buyout*, 1991, pp. VI-142.
125. Guido Canale, *Rapporti tra accertamento del passivo e revocatoria fallimentare*, 1991, pp. VI-104.
126. *Gestione e alienazione dell'azienda nelle procedure concorsuali*. Atti del Convegno S.I.S.CO. del 17 novembre 1990, 1991, pp. VI-158.
127. Giorgio Meo, *Impresa e contratto nella valutazione dell'atipicità negoziale*, 1991, pp. VI-158.
128. *La tutela cautelare nelle procedure concorsuali*. Atti del Convegno S.I.S.CO. del 25 novembre 1989, 1991, pp. VI-130.
129. Marcella Sarale, *Il contratto estimatorio*, 1991, pp. IV-180.
130. Marco Ricolfi, *Il contratto di merchandising nel diritto dei segni distintivi*, 1991, pp. IV-674.
131. Gaspare Spatazza, *Conferimento di beni in godimento e capitale sociale*, 1991, pp. VI-214.
132. Angela Monti, *La responsabilità nella normativa di diritto tributario degli amministratori e dei liquidatori di società*, 1991, pp. VIII-128.
133. Ilario Menghi, *L'autorizzazione assembleare all'acquisto di azioni proprie*, 1992, pp. X-166.
134. Giuseppe Fauceglia, *Invenzioni e concorrenza nella ricerca industriale*, 1992, pp. XII-208.
135. Franco Bonelli, *La responsabilità degli amministratori di società per azioni*, 1992, pp. XII-246.
136. Emanuele Cusa, *Prime considerazioni sulla scissione delle società*, 1992, pp. X-188.
137. Giuseppe Carriero, *Informazione, mercato, buona fede: il cosiddetto insider trading*, 1992, pp. XII-236.
138. *L'accertamento dei crediti nelle procedure concorsuali*. Atti del Convegno S.I.S.CO. del 9 novembre 1991, 1992, pp. XIV-174.
139. Stefano Mogini - Alessandro Munari, *L' "affaire Perrier"*. La regolamentazione del mercato finanziario e la nuova disciplina delle offerte pubbliche in Francia - ricerche e materiali di studio, 1993, pp. XIV-434.
140. Federico Tassinari, *La rappresentanza nelle società di persone*, 1993, pp. XII-200.
141. Elisabetta Righini, *I valori mobiliari*, 1993, pp. XIV-330.
142. Massimo Cartella, *La conversione del brevetto nullo*, 1993, pp. XII-162.
143. Giovanni Domenichini, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, 1993, pp. XIV-298.
144. Vincenzo Donativi, *Autoproduzione e concorrenza nel sistema portuale*. Il servizio di rimorchio, 1993, pp. X-358.
145. Luciana Laudisa, *Garanzia autonoma e tutela giurisdizionale*, 1993, pp. X-104.
146. Bianca Cassandro Sulpasso, *Il "crédit de mobilisation"*, 1993, pp. XIV-360.
147. Luca G. Picone, *La reorganization nel diritto fallimentare statunitense*, 1993, pp. XIII-172.
148. Francesco Vella, *Le società holding*, 1993, pp. XII-250.
149. Alberto Guiotto, *Il contratto di consulenza assicurativa*, 1993, pp. VIII-128.
150. Paolo Felice Censoni, *Gestione commissariale e funzione dell'amministrazione controllata*, 1994, pp. XIV-188.
151. *Cinquant'anni della legge fallimentare (1942-1992)*. Atti dei Convegni S.I.S.CO. - Firenze, ottobre 1992; Milano, novembre 1992; Lucca, marzo 1993, 1994, pp. XII-396.
152. Niccolò Abriani, *Il divieto del patto leonino*. Vicende storiche e prospettive applicative, 1994, pp. XVI-186.
153. Pietro Caliceti, *Considerazioni inattuali in tema di comitati*, 1994, pp. XII-100.
154. Ruggero Vigo, *Compensazione del credito pignorato e compensazione nel corso del fallimento*, 1994, pp. X-92.
155. Marco Lamandini, *Il "controllo"*. Nozioni e "tipo" nella legislazione economica, 1995, pp. XVI-266.
156. *Società commerciali e procedure concorsuali*. Atti del Convegno S.I.S.CO. - Milano, 13 novembre 1993, 1995, pp. XII-86.
157. Giorgia M. Boi, *La lettera di trasporto marittimo*. Studi per una disciplina uniforme, 1995, pp. XIV-212.
158. Daniela Di Sabato, *Le società per azioni operanti nel mercato finanziario fra autonomia e controllo*, 1995, pp. XVI-228.
159. Paolo Reviglionio, *La "sostituzione" delle deliberazioni invalide dell'assemblea di società per azioni*, 1995, pp. XIV-160.
160. Francesco Mucciarelli, *Speculazione mobiliare e diritto penale*, 1995, pp. XVI-258.
161. Emma Sabatelli, *La responsabilità per la gestione dei fondi comuni di investimento mobiliare*. Contributo allo studio del D.Lgs. 25 gennaio 1992, n. 83, 1995, pp. XIV-258.

162. Gioacchino La Rocca, *Impresa e società nel gruppo bancario*, 1995, pp. XIV-232.
163. Francesco Munari, *Il diritto comunitario dei trasporti*, 1996, pp. XVI-280.
164. Marcella Sarale, *Trasformazione e continuità dell'impresa*, 1996, pp. XII-306.
165. Vittorio Giorgi, *Conseguenze di procedure concorsuali e prededucibilità dei crediti*, 1996, pp. X-198.
166. *La prova nelle procedure concorsuali*. Atti del Convegno S.I.S.CO. - Milano, 26 novembre 1994, 1996, pp. X-166.
167. Cesare Galli, *Funzione del marchio e ampiezza della tutela*, 1996, pp. XIV-240.
168. Federico Maria Giuliani, *Il leasing nel bilancio*, 1996, pp. XII-270.
169. Mario Franzosi, *Il brevetto: quale tutela?*, 1996, pp. XIV-202.
170. Paolo Casella, *L'appalto nell'amministrazione straordinaria*, 1996, pp. XII-160.
171. Onofrio Troiano, *I servizi elettronici di pagamento*. Addebiti in conto non autorizzati: un'analisi comparata, 1996, pp. XIV-308.
172. Alberto Musso, *La rilevanza esterna del socio nelle società di capitali*, 1996, pp. XII-350.
173. Priscilla Pettiti, *Il marchio di gruppo*, 1996, pp. XII-156.
174. Roberto Rosapepe, *La società a responsabilità limitata unipersonale*, 1996, pp. X-168.
175. Marco Ricolfi, *La coassicurazione*, 1997, pp. XII-388.
176. Maria Ambrosio, *Emissione e circolazione nei titoli di stato*, 1997, pp. XII-224.
177. *I difficili rapporti tra banche e procedure concorsuali*, a cura di P. F. Censoni, R. Guerrini, R. Vivaldi, 1997, pp. XVI-186.
178. *I gruppi cooperativi*, a cura di V. Buonocore, 1997, pp. XIV-162.
179. *Il diritto delle società tra controllo giurisdizionale e autonomia privata*, a cura di A. Munari e G. M. Zamperetti, 1997, pp. X-146.
180. *Società, fallimento e processo*. Atti del Convegno S.I.S.CO. del 11 novembre 1995 e 9 novembre 1996, 1997, pp. X-200.
181. Luigi Foffani, *Infedeltà patrimoniale e conflitto d'interessi nella gestione d'impresa*. Profili penalistici, 1997, pp. XXII-626.
182. Niccolò Abriani, *Gli amministratori di fatto delle società di capitali*, 1998, pp. XVI-332.
183. Angela Principe, *L'impresa finanziaria*, 1998, pp. X-186.
184. Francesco Caputo Nasseti, *I contratti derivati di credito*. Profili civilistici e regolamentari, 1998, pp. XVI-288.
185. Lorenzo Benatti, *Il capitale minimo nella disciplina degli intermediari finanziari*, 1998, pp. XII-258.
186. Paolo Reviglione, *Il trasferimento della quota di società a responsabilità limitata*. Il regime legale, 1998, pp. XIV-340.
187. *La riforma delle società quotate*. Atti del Convegno di Studio - Santa Margherita Ligure, 13-14 giugno 1998, a cura di F. Bonelli, V. Buonocore, F. Corsi, R. Costi, P. Ferro-Luzzi, A. Gambino, P. G. Jaeger, A. Patroni Griffi, 1998, pp. XIV-460.
188. Sido Bonfatti, *La liquidazione coatta delle banche e degli intermediari in strumenti finanziari*. Presupposti soggettivi ed oggettivi, 1998, pp. XIV-142.
189. *Le fondazioni bancarie*. Atti del Convegno di Studi - Salerno, 16 ottobre 1998, 1999, pp. XIV-118.
190. Marco Cian, *Trasferimento d'azienda e successione nei rapporti rappresentativi*, 1999, pp. XXVIII-286.
191. Caterina Montagnani, *Deliberazioni assembleari e procedure liquidatorie*, 1999, pp. XIV-210.
192. *Le procedure stragiudiziali per la composizione delle crisi di impresa*. I protagonisti, a cura di S. Bonfatti e G. Falcone, 1999, pp. XVIII-154.
193. *Fallimento e amministrazione straordinaria*. Atti del Convegno S.I.S.CO. del 15 novembre 1997 e 14 novembre 1998, 1999, pp. XII-310.
194. Luca G. Picone, *Le offerte pubbliche di acquisto*, 1999, pp. XII-290.
195. Massimo Fabiani, *Società insolvente e responsabilità del socio unico*, 1999, pp. XII-220.
196. *La cartolarizzazione dei crediti in Italia*. Commentario alla legge 30 aprile 1999 n. 130, a cura di R. Pardolesi, 1999, pp. XX-280.
197. Patrizia Grosso, *Categorie di azioni ed assemblee speciali*. Il diritto italiano nel contesto comunitario, 1999, pp. XVIII-378.
198. *La riforma delle società per azioni non quotate*. Atti del Convegno di Studi - Napoli, 23-24 ottobre 1998, a cura di Mario Porzio - Marilena Rispoli Farina - Gennaro Rotondo, 2000, pp. XVI-450.

199. Massimo Bianca, *La responsabilità tributaria degli amministratori di società*, 2000, pp. XIV-98.
200. Vincenzo Buonocore, *Contrattazione d'impresa e nuove categorie contrattuali*, 2000, pp. XXVIII-236.
201. Cosimo Sasso, *Irregolarità di bilancio e responsabilità di amministratori e sindaci*, 2000, pp. XII-176.
202. Giuseppe Fauceglia, *Le obbligazioni emesse dalle banche*, 2000, pp. XIV-198.
203. Francesco Fimmanò, *Fallimento e circolazione dell'azienda socialmente rilevante*, 2000, pp. XVI-358.
204. *La legge sull'insolvenza (insolvenzordnung) del 5 ottobre 1994*, a cura di L. Guglielmucci, 2000, pp. XIV-230.
205. Stefano Poli, *Il pegno di azioni*, 2000, pp. XVIII-630.
206. Francesco D'Angelo, *I sindaci delle società bancarie*. Nel quadro dei controlli interni, 2000, pp. XXVI-444.
207. Sido Bonfatti, *La disciplina delle crisi delle fondazioni bancarie*, 2000, pp. XIV-294.
208. Gian Domenico Mosco, *Le deleghe assembleari nelle società per azioni*, 2000, pp. XII-184.
209. Maurizio Irrera, *Le delibere del consiglio di amministrazione*. Vizi e strumenti di tutela, 2000, pp. XVI-466.
210. Luigi Mansani, *La funzione di indicazione d'origine del marchio nell'ordinamento comunitario*, 2000, pp. XII-232.
211. Emanuele Cusa, *I ristorni nelle società cooperative*, 2000, pp. XVI-244.
212. Concetta Brescia Morra, *Società per azioni bancaria: proprietà e gestione*, 2000, pp. XVI-234.
213. Luca Enriques, *Il conflitto d'interessi degli amministratori di società per azioni*, 2000, pp. XVI-532.
214. Danilo Galletti, *Il recesso nelle società di capitali*, 2000, pp. XX-546.
215. Stefano Ambrosini, *La revocatoria fallimentare delle garanzie*, 2000, pp. XVIII-290.
216. Luca Parrella, *Versamenti in denaro dei soci e conferimenti nelle società di capitali*, 2000, pp. XII-218.
217. Francesco Saverio Martorano, *La revocatoria dei conferimenti in società di capitali*, 2000, pp. XIV-264.
218. Giuseppe Rossi, *La pubblicità dannosa*. Concorrenza sleale, "diritto a non essere ingannati", diritti della personalità, 2000, pp. XVIII-414.
219. Stefano Calì, *Questioni in tema di scissione*, 2000, pp. XII-106.
220. Lorenzo Delli Priscoli, *Franchising e tutela dell'affiliato*, 2000, pp. XII-180.
221. Alberto Bregoli, *Effetti e natura della revocatoria*, 2000, pp. XVI-88.
222. "Progetto Mirone" e modelli organizzativi per la piccola e media impresa, a cura di V. Afferni e L. De Angelis, 2001, pp. XIV-178.
223. *Espropriazioni individuali e fallimento*. Atti del Convegno S.I.S.CO. del 6 novembre 1999, 2001, pp. XII-134.
224. Giovanni Capo, *Attività d'impresa e formazione del contratto*, 2001, pp. XVI-242.
225. Giuseppina Nigro, *Ripartizione delle partecipazioni e opzione dei soci nella scissione di società*, 2001, pp. XIV-134.
226. Maria Cecilia Cardarelli, *L'azione dematerializzata*. Dallo statuto alla fattispecie, 2001, pp. XXII-266.
227. *La Corporate governance nelle società non quotate*. Atti del Convegno di Studio - Como, 12-13 novembre 1999, a cura di Serenella Rossi e Giorgio Maria Zamperetti, 2001, pp. XIV-144.
228. Paoloefisio Corrias, *Dissesto dell'assicuratore e tutela contrattuale dell'assicurato*. Contributo allo studio del rapporto di garanzia, 2001, pp. XIV-222.
229. Giovanni Figà-Talamanca, *Il valore nominale delle azioni*, 2001, pp. XVI-150.
230. Andrea Pericu, *Impresa e obblighi di servizio pubblico*. L'impresa di gestione di servizi pubblici locali, 2001, pp. XX-582.
231. *Nuove regole per le crisi d'impresa*, a cura di Alberto Jorio, 2001, pp. XVI-476.
232. Luca G. Picone, *Orientamenti giurisprudenziali e profili operativi del Leveraged buy out*, 2001, pp. XVI-294.
233. *Il controllo notarile sugli atti societari*, a cura di Andrea Paciello, 2001, pp. XVI-256.
234. Ruggero Vigo, *Impresa e pubblicità immobiliare*, 2001, pp. XIV-196.
235. Antonia Irace, *Il ruolo degli investitori istituzionali nel governo delle società quotate*, 2001, pp. XVIII-276.
236. Sido Bonfatti, *La disciplina delle crisi delle società fiduciarie e di revisione*, 2001, pp. XVIII-330.
237. *L'interprete e l'operatore dinanzi alla crisi dell'impresa*. Questioni controverse: in particolare la revocatoria fallimentare. Atti del Convegno - Siena, 15-16 ottobre 1999 - Siena, 9 giugno 2000, a cura di Stefania Pacchi Pesucci, 2001, pp. XVIII-422.

238. *La riforma dell'amministrazione straordinaria e le altre procedure concorsuali*. Atti del Convegno S.I.S.CO. - Milano, 11 novembre 2000, 2001, pp. XII-120.
239. Lorenzo Delli Priscoli, *Le restrizioni verticali della concorrenza*, 2002, pp. XIV-200.
240. *Le procedure concorsuali tra "nuove frontiere" e prospettive di riforma*, a cura di Sido Bonfatti e Giovanni Falcone, 2002, pp. XIV-264.
241. Danilo Galletti, *Il creditore particolare del socio*, 2002, pp. XII-150.
242. Gianluca Guerrieri, *Cessione dei crediti d'impresa e fallimento*, 2002, pp. XXII-342.
243. Carlo Amatucci, *Fatto illecito della società e responsabilità "proporzionata" dei soci*, 2002, pp. XVIII-318.
244. Sergio Patriarca, *Successione nella quota sociale, successione nell'impresa e autonomia statutaria*, 2002, pp. XIV-140.
245. *Nuove tendenze negli appalti pubblici in Italia, in Svizzera e nell'Unione Europea*. Atti del Convegno - Roma, 5 dicembre 2001, a cura di G. Recchia, S. Fortunato, G. Giannelli, V. V. Chionna, U. Patroni Griffi, 2002, pp. XVIII-490.
246. *Il nuovo diritto societario fra società aperte e società private*, a cura di Paolo Benazzo, Sergio Patriarca, Gaetano Presti, 2003, pp. XVI-322.
247. *La "riforma urgente" del diritto fallimentare e le banche*. Problemi risolti e irrisolti. Atti del Convegno - Lanciano, 31 maggio - 1 giugno 2002, a cura di Sido Bonfatti e Giovanni Falcone, 2003, pp. XIV-346.
248. *Privatizzazioni e Regioni*. Atti del Convegno di Studio - Cagliari, 1-2 dicembre 2000, a cura di Vincenzo Buoncore e Gabriele Racugno, 2003, pp. XX-226.
249. Andrea Lolli, *La nota integrativa nel bilancio d'esercizio delle S.p.A.*, 2003, pp. XX-418.
250. Eva Desana, *Opa e tecniche di difesa*. Dalle misure difensive "successive" a quelle "preventive", 2003, pp. XVIII-358.
251. Giorgio Semino, *Il problema della validità dei sindacati di voto*, 2003, pp. XXIV-578.
252. Lucia Calvosa, *Fondo patrimoniale e fallimento*, 2003, pp. XVI-128.
253. *La società tra avvocati*, a cura di Lorenzo De Angelis, 2003, pp. XVI-280.
254. Alberto Lupoi, *Gruppo bancario e unità d'impresa*, 2003, pp. XXIV-274.
255. *La nuova S.r.l.* Prime letture e proposte interpretative, a cura di Franco Farina, Carlo Ibba, Gabriele Racugno, Antonio Serra, 2004, pp. XX-488.
256. Priscilla Pettiti, *Concorrenza, marchio e brevetto*. Nella disciplina dei pezzi di ricambio, 2004, pp. XVI-216.
257. Maurizio Ammendola, *Lo sfruttamento commerciale della notorietà civile di nomi e segni*, 2004, pp. XIV-150.
258. *Il rapporto banca-impresa nel nuovo diritto societario*. Atti del Convegno - Lanciano, 9-10 maggio 2003, a cura di Sido Bonfatti e Giovanni Falcone, 2004, pp. XIV-418.
259. *Gli effetti del fallimento sui crediti - Novità nelle proposte di riforma delle procedure concorsuali*. Atti dei Convegni S.I.S.CO. del 24 novembre 2001 e 16 novembre 2002, 2004, pp. XII-184.
260. Andrea Stazi, *La pubblicità commerciale on line*, 2004, pp. XVIII-194.
261. Elisabetta Pederzini, *Profili contrattuali delle offerte pubbliche d'acquisto*, 2004, pp. XVI-366.
262. *Profili patrimoniali e finanziari della riforma*. Atti del Convegno - Cassino, 9 ottobre 2003, a cura di Caterina Montagnani, 2004, pp. XVIII-274.
263. *La riforma delle società di capitali*. Aziendalisti e giuristi a confronto, a cura di Niccolò Abriani e Tiziano Onesti, 2004, pp. XX-476.
264. *Il reddito d'impresa tra norme di bilancio e principi contabili*, a cura di Roberta Rinaldi, 2004, pp. XVI-122.
265. Federico Maria Mucciarelli, *Società per azioni e offerta pubblica d'acquisto*. Le difese successive contro offerte pubbliche d'acquisto di azioni quotate, 2004, pp. XX-294.
266. Antonio Maria Leozappa, *Società e professioni intellettuali*. Le società professionali tra Codice Civile e Leggi speciali, 2004, pp. XXIV-274.
267. *La legislazione concorsuale in Europa*. Esperienze a confronto, a cura di Sido Bonfatti e Giovanni Falcone, 2004, pp. XIV-278.
268. Mia Callegari, *Il pegno su titoli dematerializzati*, 2004, pp. XXII-266.
269. *La riforma delle procedure concorsuali*. I progetti, a cura di Alberto Jorio e Sabino Fortunato, 2004, pp. XII-336.

270. Lucia Picardi, *Impresa e contratto nella gestione del risparmio*, 2004, pp. XVIII-484.
271. Francesco Casale, *Scambio e mutualità nella società cooperativa*, 2005, pp. XIV-192.
272. AA.VV., *Crisi dell'impresa e insolvenza*, 2005, pp. XIV-360.
273. Nicola Soldati, *Le clausole compromissorie nelle società commerciali*, 2005, pp. XVI-248.
274. Lorenzo Delli Priscoli, *L'uscita volontaria del socio dalle società di capitali*, 2005, pp. XIV-270.
275. Maria Grazia Iocca, *Imprenditorialità e mutualità dei fondi pensione chiusi*, 2005, pp. XXVI-250.
276. Manlio Lubrano di Scorpaniello, *Cessazione dell'impresa e procedure concorsuali*, 2005, pp. XIV-236.
277. Marco Maugeri, *Finanziamenti "anomali" dei soci e tutela del patrimonio nelle società di capitali*, 2005, pp. XVI-326.
278. Anna Laura Bonafini, *I compensi degli amministratori di Società per azioni*, 2005, pp. XXII-542.
279. Paolo Benazzo, *Le 'pene civili' nel diritto privato d'impresa*, 2005, pp. XIV-398.
280. Nicola Rocco di Torrepadula, *Le «gravi irregolarità» nell'amministrazione delle società per azioni*, 2005, pp. XIV-96.
281. *I controlli esterni nelle società quotate*. Ordinali ed esperienze a confronto. Atti del Convegno del 23 giugno 2003, promosso dal Dipartimento di Diritto Comune Patrimoniale dell'Università di Napoli Federico II, 2005, pp. XII-240.
282. *La riforma della legge fallimentare*. Atti del Convegno - Lanciano, 10-11 giugno 2005, a cura di Sido Bonfatti e Giovanni Falcone, 2005, pp. XIV-338.
283. Sergio Alagna, *Il presidente dell'assemblea nella società per azioni*, 2005, pp. XIV-248.
284. *Il diritto del sistema dei pagamenti*, a cura di Giuseppe Carriero e Vittorio Santoro, 2005, pp. XIV-766.
285. *La responsabilità della banca e dell'impresa nella gestione delle situazioni di crisi*. Atti del Convegno - Lanciano, gennaio 2005, a cura di Sido Bonfatti e Giovanni Falcone, 2005, pp. XIV-326.
286. Emanuele Cusa, *Il socio finanziatore nelle cooperative*, 2006, pp. XVIII-532.
287. *La responsabilità dell'impresa*. Convegno per i trent'anni di *Giurisprudenza commerciale* - Bologna, 8-9 ottobre 2004, 2006, pp. XVI-326.
288. Dionigi Scano, *Project financing*. Società e impresa, 2006, pp. XII-272.
289. Giovanni Falcone, *La riforma concorsuale spagnola*. Contributo allo studio del diritto concorsuale comparato, 2006, pp. XXXII-444.
290. AA.VV., *La nuova giurisprudenza sul processo societario*. Atti del Convegno di S. Maria Capua Vetere, 9 marzo 2004, 2006, pp. XVI-296.
291. Elisabetta Righini, *La gestione "finanziaria" del patrimonio dei fondi pensione chiusi*, 2006, pp. XVIII-368.
292. Paolo Menti, *Socio d'opera e conferimento del valore nella S.r.l.*, 2006, pp. XVIII-296.
293. Lorenzo Benatti, *Il rendiconto delle società di persone*, 2006, pp. XIV-146.
294. *Scambi su merci e derivati su commodities*. Quali prospettive? A cura di Marco Lamandini e Cinzia Motti, 2006, pp. XIV-886.
295. Andrea Stazi, *Mercati emergenti fra convergenza tecnologica e concorrenza*. Il caso della televisione in mobilità, 2006, pp. XXII-406.
296. *Le nuove procedure concorsuali per la prevenzione e la sistemazione delle crisi di impresa*. Atti del Convegno - Lanciano, 17-18 marzo 2006, a cura di Sido Bonfatti e Giovanni Falcone, 2006, pp. XVI-674.
297. Alessandro Benussi, *Modello legale e statutario di organizzazione interna nelle società personali*, 2006, pp. XVI-200.
298. Giacomo D'Attorre, *Il principio di eguaglianza tra soci nelle società per azioni*, 2007, pp. XVI-432.
299. Lorenzo De Angelis, *La valutazione delle partecipazioni costituenti immobilizzazioni finanziarie nel bilancio d'esercizio*. Il criterio del costo, 2007, pp. XVIII-462.
300. *Le pratiche commerciali sleali*. Direttiva comunitaria ed ordinamento italiano, a cura di Enrico Miner vini e Liliana Rossi Carleo, 2007, pp. XVI-400.
301. Stefano Cacchi Pessani, *La tutela dei creditori nelle operazioni di merger leveraged buy-out*. L'art. 2501-bis e l'opposizione dei creditori alla fusione, 2007, pp. XVIII-226.
302. Andrea Tina, *Il contratto di acquisizione di partecipazioni societarie*, 2007, pp. XVIII-586.
303. Rolandino Guidotti, *I diritti di controllo del socio nella s.r.l.*, 2007, pp. XVIII-252.

304. *Il conflitto di interessi nei rapporti di gestione e rappresentanza*, a cura di Carlo Granelli e Giovanni Stella, 2007, pp. XIV-212.
305. Stefania Giovannini, *La responsabilità per attività di direzione e coordinamento nei gruppi di società*, 2007, pp. XVIII-282.
306. Silvia Corso, *La pubblicità dell'attività di direzione e coordinamento di società*, 2007, pp. XVI-134.
307. Alessandro Valerio Guccione, *I contratti di garanzia finanziaria*, 2008, pp. XXIV-292.
308. IAS/IFRS. La modernizzazione del diritto contabile in Italia. A.B.I. - GIURISPRUDENZA COMMERCIALE - Roma, 23 e 24 novembre 2006, Sala della Clemenza di Palazzo Altieri, 2007, pp. XIV-572.
309. Benedetto Farsaci, *L'assicurazione di tutela legale e di assistenza*, 2008, pp. XXIV-302.
310. Paolo Carrière, *Le operazioni di portage azionario*. Tra proprietà temporanea e proprietà economica, 2008, pp. XVI-344.
311. Angela Principe, *Il controllo giudiziario nel governo societario*, 2008, pp. VIII-254.
312. *La nuova legge fallimentare "rivista e corretta"*. Atti del Convegno - Lanciano, 13 ottobre 2007, a cura di Sido Bonfatti e Giovanni Falcone, 2008, pp. X-480.
313. Giacomo Pescatore, *La funzione di garanzia dei patrimoni destinati*, 2008, pp. XVI-348.
314. Edgardo Ricciardiello, *Il socio amministratore di S.r.l.*, 2008, pp. X-228.
315. Francesco Fimmano, *Patrimoni destinati e tutela dei creditori nella società per azioni*, 2008, pp. VIII-408.
316. Giuliana Martina, *Fondi pensione chiusi e gestione dei rischi*, 2008, pp. X-202.
317. Alberto Lupoi, *L'interposizione finanziaria*, 2008, pp. X-204.
318. *Imprese e investitori*. Crescita, tutela, interessi, a cura di Gian Domenico Mosco e Francesco Vella, 2008, pp. VIII-212.
319. *I prodotti finanziari bancari ed assicurativi*. In ricordo di Gaetano Castellano, 2008, pp. VIII-266.
320. *Competitività dei mercati finanziari e interessi protetti*. Il pendolo del diritto americano a le prospettive del diritto italiano. Atti del Convegno del 18 maggio 2007, promosso dalla Facoltà di Scienze Politiche dell'Università di Napoli Federico II, a cura di Carlo Amatucci e Vincenzo Buonocore, 2008, pp. XII-198.
321. Andrea De Luca Picione, *Operazioni finanziarie nell'attività di direzione e coordinamento*, 2008, pp. VIII-136.
322. Ivan Demuro, *Le decisioni dei soci sugli argomenti sottoposti alla loro approvazione nella s.r.l.*, 2008, pp. X-180.
323. Massimo Bianca, *Oggetto sociale ed esercizio dell'impresa nelle società di capitali*, 2008, pp. X-314.
324. Giovanni Falcone, *La disciplina delle crisi delle imprese assicurative*. Le procedure di salvaguardia della solvibilità e di risanamento, 2009, pp. XX-198.
325. Giacomo Bosi, *Autoregolazione societaria*, 2009, pp. X-342.
326. Gianluca Guerrieri, *La nullità delle deliberazioni assembleari di società per azioni*, 2009, pp. X-490.
327. Stefano A. Cerrato, *Le deleghe di competenze assembleari nelle società per azioni*, 2009, pp. XVIII-562.
328. *Il nuovo diritto delle crisi d'impresa*, a cura di Alberto Jorio, 2009, pp. XII-312.
329. Andrea Lolli, *Situazione finanziaria e responsabilità nella governance delle S.p.A.*, 2009, pp. VIII-196.
330. Cristiano Cincotti, *Il contratto di acquisizione d'azienda mediante conferimento nella S.p.A.*, 2009, pp. VIII-218.
331. *I servizi del mercato finanziario*. In ricordo di Gerardo Santini, 2009, pp. VI-214.
332. Fabio Nieddu Arrica, *Il conferimento di prestazione d'opera e servizi nella s.r.l.*, 2009, pp. VIII-246.
333. *Responsabilità societarie e assicurazione*. Amministratori, sindaci e revisori, a cura di Paolo Montalenti, 2009, pp. VIII-144.
334. Stefano Poli, *L'evoluzione della governance delle società chiuse*, 2010, pp. X-224.
335. Maria Ginevra Paolucci, *La tutela del socio nella società a responsabilità limitata*, 2010, pp. VIII-152.
336. Federica Pasquariello, *Gestione e riorganizzazione dell'impresa nel fallimento*, 2010, pp. VIII-250.
337. Filippo Murino, *L'autotutela nell'escussione della garanzia finanziaria pignorantia*, 2010, pp. VIII-184.
338. *Previdenza complementare ed imprese di assicurazione*. AIDA - Associazione Internazionale di Diritto delle Assicurazioni, II Convegno della Sezione Sardegna - Cagliari, 25 settembre 2009, a cura di Paoloefisio Corrias e Gabriele Racugno, 2010, pp. XVI-126.
339. Paolo Divizia, *Patrimonio immobiliare "vincolato" e modifiche della struttura societaria*. Profili di interesse notarile, 2010, pp. X-186.

340. *La remunerazione degli amministratori nelle società di capitali*. Atti del Convegno del 15 dicembre 2008, promosso dalla Facoltà di Scienze Politiche dell'Università di Napoli Federico II, a cura di Carlo Amatucci, 2010, pp. X-148.
341. Federico M. Mucciarelli, *Società di capitali, trasferimento all'estero della sede sociale e arbitraggi normativi*, 2010, pp. XVI-262.
342. *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders*. In ricordo di Pier Giusto Jaeger, 2010, pp. VI-202.
343. Maurizio Cavanna, *Fusione e scissione delle società cooperative*, 2010, pp. XII-224.
344. Federico Cappai, *La natura della garanzia per vizi nell'appalto*, 2011, pp. X-140.
345. Giovanni Maria Plasmati, *La pubblicità delle delibere condizionate*, 2011, pp. X-134.
346. *La ristrutturazione dei debiti civili e commerciali*. Atti del Convegno di Lanciano, 26 e 27 novembre 2010, a cura di Sido Bonfatti e Giovanni Falcone, 2011, pp. X-330.
347. *Un'indagine empirica presso il tribunale di Milano: le false comunicazioni sociali*, a cura di Alberto Alessandri, 2011, pp. XXVI-414.
348. Stefano Lombardo, *Quotazione in borsa e stabilizzazione del prezzo delle azioni*, 2011, pp. XIV-296.
349. Paolo Rainelli, *Consenso e collegialità nella s.r.l.: le decisioni non assembleari*, 2011, pp. X-280.
350. Paolo Divizia, *Il principio di continuità di funzionamento degli organi nelle società di capitali*, 2011, pp. XII-282.
351. *Le soluzioni concordate delle crisi d'impresa*, a cura di Alberto Jorio, 2012, pp. X-218.
352. Giuseppe Positano, *L'estinzione della società per azioni fra tutela del capitale e tutela del credito*, 2012, pp. X-210.
353. Maria Lillà Montagnani, *Il diritto d'autore nell'era digitale*. La distribuzione online delle opere dell'ingegno, 2012, pp. X-214.
354. Lorenzo Benedetti, *La responsabilità "aggiuntiva" ex art. 2497, 2° co., c.c.*, 2012, pp. XII-298.
355. Sergio Gilotta, *Trasparenza e riservatezza nella società quotata*, 2012, pp. XIV-196.
356. Giacomo Pescatore, *L'amministratore persona giuridica*, 2012, pp. VIII-158.
357. Alessandro Munari, *Crisi di impresa e autonomia contrattuale nei piani attestati e negli accordi di ristrutturazione*, 2012, pp. X-412.
358. *Il principio substance over form*. Profili contabili, civilistici e tributari, a cura di Franco Gallo e Giuliana Scognamiglio, 2012, pp. XII-226.
359. Maria Beatrice Magro, *Manipolazioni dei mercati finanziari e diritto penale*. Una critica al modello di razionalità economica, 2012, pp. XVIII-322.
360. Daniele Vattermoli, *Crediti subordinati e concorso tra creditori*. Prologo di Ángel Rojo, 2012, pp. XIV-488.
361. Alessio Bartolacelli, *La partecipazione non azionaria nella S.P.A*. Gli strumenti finanziari partecipativi, 2012, pp. XIV-342.
362. Pietro Paolo Ferraro, *Le situazioni soggettive del socio di società a responsabilità limitata*, 2012, pp. VIII-314.
363. Michelle Vanzetti, *Compensazione e processo fallimentare*, 2012, pp. VIII-82.
364. *Il contratto di rete per la crescita delle imprese*, a cura di Fabrizio Cafaggi, Paola Iamiceli e Gian Domenico Mosco, 2012, pp. XLVI-508.
365. Umberto Belviso, *Scopo mutualistico e capitale variabile nelle società cooperative*, 2012, pp. X-144.
366. *Soluzioni negoziali e istituti "preconcorsuali" nella gestione delle crisi*, a cura di Sido Bonfatti e Giovanni Falcone, 2012, pp. X-362.
367. *Prestazioni di facere e contratto di assicurazione*. Fattispecie e discipline. AIDA - Associazione Internazionale di Diritto delle Assicurazioni, III Convegno della Sezione Sardegna - Cagliari, 12 ottobre 2012, a cura di Paoloefisio Corrias e Gabriele Racugno, 2013, pp. X-82.
368. Antonio Rossi, *Il valore dell'organizzazione nell'esercizio provvisorio dell'impresa*, 2013, pp. VI-210.
369. *I bilanci straordinari*. 9 novembre 2012 - Cassino, Località Folcare, a cura di Caterina Montagnani, 2013, pp. VIII-172.
370. Matteo L. Vitali, *Le azioni riscattabili*, 2013, pp. XII-332.
371. Stefano Bonora, *La responsabilità del socio "gestore" di società a responsabilità limitata*, 2013, pp. X-384.

372. *Le procedure di composizione negoziale delle crisi e del sovraindebitamento*, a cura di Sido Bonfatti e Giovanni Falcone, 2014, pp. X-350.
373. *Crisi finanziaria e risposte normative: verso un nuovo diritto dell'economia?* Atti del Convegno, Università Europea di Roma, Università degli Studi Roma Tre - 16-17 dicembre 2011, a cura di Andrea Guaccero e Marco Maugeri, 2014, pp. XVI-160.
374. Andrea Zorzi, *L'estinzione delle società di capitali*, 2014, pp. XII-422.
375. *La governance delle società bancarie*. Convegno in memoria di Niccolò Salanitro. 21 settembre 2012, Università di Catania, Dipartimento Seminario Giuridico Villa Cerami, a cura di Vincenzo Di Cataldo, 2014, pp. VI-84.
376. *Responsabilità degli amministratori di società e ruolo del giudice*. Un'analisi comparatistica della *business judgment rule*. Atti del Convegno del 12-13 giugno 2012, promosso dalla Facoltà di Scienze Politiche dell'Università di Napoli Federico II, a cura di Carlo Amatucci, 2014, pp. X-196.
377. *Le agenzie di rating*. Atti del Convegno - Salerno, 8-9 novembre 2012, a cura di Angela Principe, 2014, pp. XII-526.
378. Giovanni B. Barillà, *L'addebito diretto*, 2014, pp. VIII-200.
379. *L'ordinamento italiano del mercato finanziario tra continuità e innovazioni*. Atti del Convegno. Modena, Dipartimento di giurisprudenza dell'Università di Modena e Reggio Emilia, 26 ottobre 2012, a cura di Vincenzo Calandra Buonauro, Alessio Bartolacelli e Filippo Rossi, 2014, pp. VI-250.
380. *Confini e fronti dell'innovazione biotecnologica per la proprietà intellettuale*, a cura di Gustavo Olivieri, Valeria Falce e Emanuela Arezzo, 2014, pp. X-258.
381. Alessandro Pomelli, *Trasferimento e consolidamento del controllo nelle società quotate*, 2014, pp. XII-746.
382. *Government delle società quotate e attivismo degli investitori istituzionali*. Università Europea di Roma, 13 dicembre 2013, a cura di Marco Maugeri, 2015, pp. XII-126.
383. *La riforma del diritto societario dieci anni dopo*. Per i quarant'anni di giurisprudenza commerciale. Milano, 13-14 giugno 2014, 2015, pp. VI-382.
384. Carlo Emanuele Pupo, *La persona giuridica*. Fenomenologia e significato dal diritto romano al diritto commerciale, 2015, pp. XII-224.
385. Massimo Fabiani, *L'azione di responsabilità dei creditori sociali e le altre azioni sostitutive*, 2015, pp. VIII-234.
386. Clemente Pecoraro, *Amministrazione e responsabilità dei soci nella s.r.l.*, 2015, pp. X-276.
387. Marco Prestipino, *Diritto al rimborso e postergazione nella disciplina dei finanziamenti dei soci*, 2015, pp. XXII-198.
388. Umberto Michele Carbonara, *Procedimenti e patologie delle decisioni dei soci nella s.r.l.*, 2015, pp. VIII-246.
389. *Il governo delle banche*. Atti del Convegno, Salerno, 27 giugno 2014, a cura di Angela Principe, 2015, pp. XIV-146.
390. Marco Palmieri, *La partecipazione esterna alle società di capitali*, 2015, pp. X-282.
391. Nicoletta Michieli, *La gestione del conflitto d'interessi nelle operazioni con parti correlate*, 2016, pp. X-304.
392. Gianfranco Liace, *Le operazioni con parti correlate*, 2016, pp. X-178.
393. *Smart cities e diritto dell'innovazione*, a cura di Gustavo Olivieri e Valeria Falce, 2016, pp. VIII-342.
394. *Unione europea: concorrenza tra imprese e concorrenza tra stati*, a cura di Paolo Montalenti, 2016, pp. XII-306.
395. Alessandra Rosa, *Responsabilità limitata e partecipazione sociale nella nuova S.p.A.*, 2016, pp. VIII-244.
396. *I modelli di impresa societaria fra tradizione e innovazione nel contesto europeo*, a cura di Paolo Montalenti, 2016, pp. VIII-310.
397. Giuseppe Colangelo, *Il mercato dell'innovazione: brevetti, standards e antitrust*, 2016, pp. VIII-340.
398. Michele Bertani, *Pratiche commerciali scorrette e consumatore medio*, 2016, pp. VIII-96.
399. Carlo Emanuele Pupo, *Il voto negativo nell'assemblea della società per azioni*. Profili ricostruttivi dell'abuso di maggioranza e di minoranza, 2016, pp. VIII-194.
400. Priscilla Pettiti, *Gestione e autonomia nelle società titolari di affidamenti*, 2016, pp. X-162.
401. Manlio Lubrano di Scorpaniello, *Società di rating*. Innovazioni di governance e tutela dell'affidamento, 2016, pp. VIII-236.

402. *Le proposte per una riforma della legge fallimentare*. Un dibattito dedicato a Franco Bonelli, a cura di Marco Arato e Giovanni Domenichini, 2017, pp. VI-310.
403. Francesco Caputo Nasseti, *Il contratto di appalto bancabile*, 2017, pp. VIII-204.
404. *Lariforma del diritto societario nella "giurisprudenza delle imprese"*. Atti del Convegno, Milano, 26 novembre 2015, a cura di Mario Cera, Paolo Flavio Mondini e Gaetano Presti, 2017, pp. X-234.
405. Filippo Murino, *Circolazione della quota, legittimazioni e autonomia privata nella S.r.l.*, 2017, pp. X-150.
406. Rossella Rivaro, *La prescrizione nel diritto societario*, 2017, pp. X-240.
407. Marina Spiotta, *Continuità aziendale e doveri degli organi sociali*, 2017, pp. XII-296.
408. *Le "nuove" società partecipate e in house providing*. Convegno in ricordo di Luca Buttarò - Bari, 21 e 22 ottobre 2016, a cura di Sabino Fortunato e Francesca Vessia, 2017, pp. X-332.
409. Bernardo Calabrese, *Concorrenza e innovazione negli accordi di ricerca e sviluppo*, 2017, pp. VIII-348.
410. Luca Tronci, *Distribuzione di utili e riserve*. Profili patrimoniali e finanziari, 2017, pp. X-186.
411. Tania Tomasi, *Impresa in crisi e creditore bancario*, 2017, pp. VI-240.
412. *Mutualità e capitale nelle cooperative*. Atti del Convegno di Studio - Bari, 19 e 20 aprile 2013, a cura di Amedeo Bassi e Sabino Fortunato, 2017, pp. VIII-170.
413. Stanislao De Matteis, *L'emersione anticipata della crisi d'impresa*. Modelli attuali e prospettive di sviluppo, 2017, pp. XX-422.
414. Sabrina Masturzi, *Invalidità delle deliberazioni assembleari e tutele*, 2017, pp. VIII-190.
415. Giuliana Martina, *Le azioni di finanziamento delle banche di credito cooperativo tra profili di governance e risvolti patrimoniali*, 2017, pp. X-234.
416. *Impresa e società nell'opera di Antonio Pavone La Rosa*. Atti del Convegno di Studio - Catania, 23 ottobre 2015, a cura di Vincenzo Di Cataldo, 2017, pp. VI-86.
417. Roberto Cugno, *Le operazioni con parti correlate*. Fra corporate governance, responsabilità degli amministratori ed efficiente tutela delle minoranze nelle società quotate, 2017, pp. X-508.
418. Vincenzo Donativi, *Concordato preventivo e registro delle imprese*, 2018, pp. VIII-102.
419. Giovanni Petroboni, *I doveri di segnalazione di sindaci e revisori alle autorità di vigilanza*, 2018, pp. X-216.
420. Eugenio Barcellona, *La «gestione collettiva del risparmio» a seguito della direttiva GEFIA*. Investment companies, family offices, club deals, spac, holding companies, 2018, pp. VIII-120.
421. *Le procedure concorsuali verso la riforma tra diritto italiano e diritto europeo*. Atti del Convegno - Courmayeur, 23-24 settembre 2016, a cura di Paolo Montalenti, 2018, pp. VIII-280.
422. Elena Fregonara, *L'espropriazione della partecipazione nella S.r.l. e i limiti alla circolazione*. Società versus creditori, 2018, pp. VI-184.
423. *La banca nel nuovo ordinamento europeo: luci e ombre*. Atti del Convegno - Courmayeur, 22-23 settembre 2017, a cura di Paolo Montalenti e Mario Notari, 2018, pp. VIII-294.
424. Giovanni Agrusti, *La direzione e coordinamento delle imprese consorziate*. Natura e limiti, 2018, pp. XII-280.
425. *L'abuso del diritto in materia tributaria e gli istituti del diritto civile e commerciale*, a cura di Franco Gallo e Giuliana Scognamiglio, 2019, pp. VI-200.
426. *Le società a partecipazione pubblica a tre anni dal testo unico*, a cura di Carlo Ibba, 2019, pp. VII-322.
427. Carlo Emanuele Pupo, *Strumenti finanziari codicistici e teoria del titolo di credito*, 2019, pp. VIII-122.
428. *Società a responsabilità limitata, piccola e media impresa, mercati finanziari: un mondo nuovo?* Atti del Convegno - Courmayeur, 14-15 settembre 2018, a cura di Paolo Montalenti e Mario Notari, 2019, pp. VIII-294.
429. Maria Giulia Musardo, *La conservazione del patrimonio nella gestione delle società*, 2020, pp. X-212.
430. Carla Vasta, *Recesso da società per azioni e diritti sociali*, 2020, pp. VIII-148.
431. Pietro Paolo Ferraro, *Il governo delle società in liquidazione concorsuale*, 2020, pp. VIII-386.

432. Eugenio Barcellona, *Business judgment rule e interesse sociale nella "crisi"*. L'adeguatezza degli assetti organizzativi alla luce della riforma del diritto concorsuale, 2020, pp. XII-172.
433. *Crisi d'impresa. Prevenzione e gestione dei rischi: nuovo codice e nuova cultura*. Atti del Convegno - Courmayeur, 20-21 settembre 2019, a cura di Paolo Montalenti e Mario Notari, 2021, pp. VIII-282.
434. Giovanni Battista Fauceglia, *Il fallimento di società di capitali socie di una società di fatto*, 2021, pp. VIII-194.
435. *La riforma delle procedure concorsuali*. In ricordo di Vincenzo Buonocore, a cura di Alberto Jorio e Roberto Rosapepe, 2021, pp. XIV-418.
436. Sido Bonfatti, *La disciplina delle situazioni di "crisi" degli intermediari finanziari*, 2021, pp. XVI-502.
437. Riccardo Russo, *Collegio sindacale e impresa in crisi*, 2021, pp. VIII-258.
438. Eleonora Pagani, *La partecipazione finanziaria dei lavoratori tra diritto interno e diritto europeo*, 2021, pp. X-206.
439. Marco Rendina, *Accertamento del passivo, crediti di lavoro e pregiudizialità*, 2021, pp. VI-132.
440. Lorenzo Botti, *Clausole di covendita e trascinamento*, 2022, pp. X-198.
441. Sergio Gilotta, *Il dialogo selettivo tra la società quotata e i suoi azionisti*, 2022, pp. XII-344.
442. Marco Palmieri, *I finanziamenti alle società sottocapitalizzate*. Linee evolutive della disciplina, 2022, pp. X-242.
443. Sara Addamo, *Diritto di recesso e modifica dei diritti di voto o di partecipazione*, 2022, pp. VI-274.
444. *La nuova società quotata: tutela degli stakeholders, sostenibilità e nuova governance*. Atti del Convegno - Courmayeur (webinar), 9 aprile 2021, a cura di Paolo Montalenti e Mario Notari, 2022, pp. VI-296.
445. Silvia Guizzardi, *L'accesso al capitale di rischio delle società innovative a responsabilità limitata*, 2022, pp. VIII-178.

€ 22,00
024216484

ISBN 978-88-28-84292-7

