

XI CONVEGNO ANNUALE DELL'ASSOCIAZIONE ITALIANA  
DEI PROFESSORI UNIVERSITARI  
DI DIRITTO COMMERCIALE "ORIZZONTI DEL DIRITTO COMMERCIALE"

*"ORGANIZZAZIONE, RIORGANIZZAZIONE E RISTRUTTURAZIONE DELL'IMPRESA  
NEL DIRITTO INTERNO E NELLA DIMENSIONE TRANSNAZIONALE"*

Roma, 14-15 febbraio 2020

P. AGSTNER – A. CAPIZZI – P. GIUDICI

**Il finanziamento delle startup: Angels, Venture Capital e la nuova Srl**

SOMMARIO: 1. *Introduzione.* – a. *La nascita della s.r.l. e l'affermarsi del divieto di ricorso al pubblico risparmio come discrimine tipologico con la s.p.a.* – b. *Il diverso approccio del Regno Unito: le private companies e la tutela del mercato tramite regole di trasparenza.* – c. *Le altre esperienze europee di inizio XX sec. e l'Italia.* – 2. *La riforma italiana del 2003: il problema delle "lacune" e la conferma del carattere "chiuso" della s.r.l.* – 3. *Le riforme del 2012-2017 e la distruzione del sistema dualistico: il nuovo presupposto tipologico dell'impresa P.M.I. "crowdfunded" e la sua inadeguatezza rispetto alle reali esigenze dell'innovazione.* – a. *Da dove nasce la riforma italiana: i movimenti di riforma europei di inizio secolo.* – b. *La crisi economica italiana e la spinta a rinnovare il sistema imprenditoriale: il Rapporto Restart, Italia! e il d.l. 179/2012.* – c. *Da eccezione a regola: gli interventi del 2015 e 2017.* – d. *L'effettiva rispondenza delle riforme del 2012-2017 alle esigenze del mercato: l'eccessiva enfasi sul crowdfunding e la scarsa considerazione del VC.* – e. *Le conseguenze della riforma: lo sfumarsi della distinzione tra tipi e le conseguenze sul piano interpretativo.* – f. *Il vincolo delle direttive europee in materia societaria.* – 4. *Il finanziamento delle imprese startup nell'esperienza "modello" statunitense.* – a. *I problemi regolatori alla base del rapporto contrattuale tra socio fondatore e finanziatori esterni.* – b. *I protagonisti del finanziamento di startup: l'early stage, FFFs e Business Angels.* – c. *L'intervento dei VCs.* – d. *L'importanza di un sistema "enabling".* – 5. *La "nuova" s.r.l. e le esigenze del VC.* – a. *La figura "di compromesso" dei titoli di debito.* – Segue: *la (intervento) possibilità di emettere SFP.* – Segue: *il collocamento tramite crowdfunding.* – b. *La disciplina (assente) dei titoli convertibili.* – Segue: *l'emissione con disaggio.* – Segue: *la soluzione di ripiego dei mutui con annessi patti parasociali di conversione.* – c. *La raccolta tramite capitale di rischio: l'esclusione del diritto di opzione e l'art. 2481-bis.* – Segue: *l'utilizzabilità delle anti-dilution clauses.* – Segue: *i limiti all'emissione di categorie di quote.* – Segue: *le preferenze liquidatorie.* – Segue: *il principio di "equa valorizzazione della partecipazione" e la sua compatibilità con la struttura degli accordi di VC.* – Segue: *il divieto del patto leonino.* – d. *Gli schemi di vesting.* – 6. *Prospettive di policy: la necessità di ricostruire la disciplina in funzione delle intenzioni "non dichiarate" del legislatore.*

1. *Introduzione*

La grande crisi economica del 2006-2007 ha sottoposto anche il diritto societario, tra gli altri settori dell'ordinamento italiano, a una forte pressione

competitiva. A distanza di nemmeno un decennio dalla riforma organica del 2003 il legislatore ha allora stravolto alcuni dei capisaldi del sistema appena entrato a regime. Il mutamento è stato dapprima circoscritto, sia oggettivamente (alle sole “start-up innovative”) sia temporalmente (dettando una disciplina “a termine”), per poi essere esteso sino ad un punto tale (a tutte le “P.M.I.”) da riguardare pressoché tutte le imprese italiane organizzate in forma di società di capitali.

Questa pressione competitiva non proviene, però, nonostante la nota giurisprudenza della Corte di Giustizia in tema di libertà di stabilimento<sup>1</sup>, dagli altri ordinamenti europei. Essa proviene dall’esterno dell’Unione: dagli Stati Uniti e, più precisamente, dal Delaware<sup>2</sup>. Il modello statunitense si è diffuso tramite i canali più disparati, ma ha comportato una sempre maggior domanda affinché anche in Italia fosse possibile usufruire di strumenti funzionalmente analoghi a quelli elaborati negli Stati Uniti per il finanziamento delle imprese c.d. “start-up”, ossia di imprese di nuova costituzione, di solito con pochi dipendenti, “supportate da investimenti esterni con lo scopo di sviluppare un prodotto o servizio innovativo, facilitarne la crescita e poi recuperare l’investimento tramite la vendita della partecipazione o un’IPO”<sup>3</sup>.

E’ a tali sollecitazioni che il legislatore del quinquennio 2012-2017 ha guardato, senza però, a nostro giudizio, comprendere a pieno quali fossero le caratteristiche che, nella prassi concreta, contraddistinguono le operazioni di finanziamento delle imprese *start-up* là dove si sono maggiormente sviluppate e, soprattutto, senza prendere in dovuta considerazione le reali esigenze degli operatori del settore, prime tra tutte le necessità di un sistema essenzialmente dispositivo e privo di norme inderogabili a tutela di interessi aprioristicamente qualificati come “deboli”. Le esperienze di successo di imprese *start-up* trasformatesi negli attuali colossi a tutti ben noti non sono state rese possibili dall’apporto effettuato da una folla anonima e indistinta di investitori sul mercato, ma da operazioni di finanziamento stipulate con

---

<sup>1</sup> Su cui v., per una recente visione di sintesi, S. LOMBARDO, *Regulatory competition in European company law. Where do we stand twenty years after Centros?*, [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3392502](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3392502), A. BARTOLACELLI, *Almost capital-less companies in Europe: trends, variations, competition*, in *Eur. Comp. Fin. Law Rev.*, 2017, 187 ss.; M. GELTER, *Centros and defensive regulatory competition: some thoughts and a glimpse at the data*, in *Eur. Bus. Org. Law Rev.*, 2019, 467 ss.; C. GERNER-BEUERLE-F.M. MUCCIARELLI-E.P. SCHUSTER-M. SIEMS, *The illusion of motion: corporate (im-)mobility and the failed promise of Centros*, *ivi*, 425 ss., i quali escludono che dalla giurisprudenza della Corte nel prossimo future possa emergere un nuovo “Delaware europeo”, limitandosi la competizione ai temi del capitale minima e della costituzione. Per una comparazione tra Stati Uniti e Europa sul punto v. M. VENTORUZZO, *Cost-based and rules-based regulatory competition: markets for corporate charters in the U.S. and the E.U.*, in *NY Univ. Journ. Law*, 2006, 91 ss.

<sup>2</sup> Sulla diffusione di tale fenomeno a livello europeo v. W.J. MOON, *Delaware’s competition*, *University of Maryland Francis King Carey School of Law Legal Studies Research Paper No 2019-09*, <http://ssrn.com/abstract=3395387>, ultimo accesso il 30 dicembre 2019.

<sup>3</sup> Così E. POLLMAN, *Startup governance*, [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3352203](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3352203), ultimo accesso il 30 dicembre 2019, 9.

singoli operatori specializzati in tali attività che, poi, quale ultimo stadio di un processo, hanno accompagnato l'impresa finanziata alla quotazione sul mercato regolamentato primario già esistente. Il legislatore italiano, dal canto suo, nel suo intervento riformatore – e financo nella narrativa che di esso è stata data – ha ritenuto di dare centralità alla diversa realtà dell'impresa innovativa capace di crescere in quanto sin da subito finanziata su di un mercato “minore” (quello del c.d. “*crowdfunding*”) da investitori *retail*. Ciò ha comportato una notevole attenzione, anche da parte degli interpreti, ai profili di diritto della regolazione di tale neonato mercato. A fronte di ciò si è registrato, però, un altrettanto scarso interesse per quei profili di diritto contrattuale e societario che, invece, unitamente alla necessità di un'ampia libertà contrattuale e statutaria, costituiscono l'imprescindibile premessa di quella realtà il cui sviluppo, quantomeno nelle premesse, si voleva favorire.

In tale contesto il tipo societario che maggiormente è stato inciso dalle riforme del quinquennio 2012-2017 è stato quello della società a responsabilità limitata. La scelta della s.r.l., invece che della s.p.a., come tronco principale su cui innestare il processo di riforma è stata invero dettata, ed al netto di alcune petizioni di principio<sup>4</sup>, da considerazioni che, più o meno coscientemente, si situano a livello di indirizzi di politica del diritto: alcune norme inderogabili della s.p.a., prime tra tutte quelle sul capitale sociale minimo e sulla presenza obbligatoria di un organo di controllo, sono state considerate come d'intralcio all'obiettivo (politico) di favorire la creazione di nuove realtà imprenditoriali. Alla s.r.l. è stata quindi data la possibilità, fino ad allora negata, di disegnare con maggiore libertà la propria struttura finanziaria, così però facendo venir meno il presupposto tipologico sulla base del quale era stata introdotta negli ordinamenti europei e nella maggior parte di essi continua ad esistere: il divieto

---

<sup>4</sup> V., ad esempio, A. GUACCERO, *La start-up innovativa in forma di società a responsabilità limitata: raccolta del capitale di rischio ed equity crowdfunding*, in V. DI CATALDO-V. MELI-R. PENNISI, *Impresa e mercato. Studi dedicati a Mario Libertini*, I, 245 ss., in part. 246, il quale sottolinea come la s.r.l. sia il “modello più efficace per la sperimentazione della nuova imprenditoria”. V. inoltre anche P. BENAZZO, *La s.r.l. start up innovativa*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2014, 101 ss., in part. 106, il quale mette in evidenza la “sensazione che la s.r.l. sia oggi venuta ad assumere quel ruolo e quella funzione di laboratorio privilegiato per la sperimentazione innovativa in materia societaria”. Utilizza addirittura l'espressione “prima donna del diritto societario” E. FREGONARA, *La start up innovativa, uno sguardo all'evoluzione del sistema societario e delle forme di finanziamento*, Giuffrè, Milano, 2013, X; per S. GUIZZARDI, *L'impresa start up innovativa in forma di s.r.l.*, in *Giur. xomm.*, 2016, I, 549 ss., in part. 551 rileva “l'ampia libertà concessa all'autonomia privata nel conformare l'organizzazione” della società. In senso critico v. invece A. LAUDONIO, *La folla e l'impresa: prime riflessioni sul crowdfunding*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, 2014, 28 ss., il quale sottolinea la competizione sleale del modello s.r.l. rispetto a quello della s.p.a., essendo il primo implicitamente identificato quale “veicolo d'elezione per lo svolgimento di attività ad elevato tenore di innovazione” ed essendo quindi divenuto “l'oggetto di un nutrito complesso di norme di privilegio [...]. Viene da chiedersi se non sarebbe stato meglio abbassare il capitale minimo della s.p.a. introducendo soglie più basse compatibilmente con la normativa senza stravolgere l'assetto della s.r.l. già vittima di reiterati e contraddittori interventi normativi”.

di ricorrere al finanziamento presso il pubblico. Così procedendo, però, il legislatore non ha considerato che tale presupposto tipologico è ancora alla base sia del diritto “generale” della s.r.l., non toccato dalle riforme, sia, soprattutto, della stessa esclusione della s.r.l. dal campo di applicazione di norme europee che, invece, impongono per la s.p.a. molte di quegli istituti considerati come un costo inutile.

a. *La nascita della s.r.l. e l'affermarsi del divieto di ricorso al pubblico risparmio come discriminazione tipologica con la s.p.a.*

Sino al quinquennio di riforme 2012-2017 il diritto delle società di capitali italiano aveva confermato la sua tradizionale impronta dualistica: da un lato, una s.p.a. che, pur avendo conosciuto una grande liberalizzazione delle regole in tema di raccolta della provvista finanziaria, era sottoposta alle regole particolarmente severe – almeno se rapportate a quelle di altri ordinamenti e, comunque, imposte anche dalle direttive europee – sul capitale sociale e su amministrazione e controlli; dall’altro lato, una s.r.l. che, pur consentendo un apprezzabile spazio all’autonomia statutaria in punto di amministrazione e controlli, non essendo concepita quale “veicolo di investimento” non consentiva la medesima libertà dal lato del finanziamento<sup>5</sup>. Da tale caratteristica tipologica veniva e viene tuttora argomentata la tendenziale uniformità di intenti tra i soci di s.r.l., con impossibilità di concepire una distinzione tra soci “imprenditori” e soci “investitori”<sup>6</sup>, e, sotto il profilo del grado di inderogabilità, la caduta delle “esigenze di interventi tutori connesse con l’esistenza di un azionariato potenzialmente illimitato, disperso, per lo più disinformato e assenteista”<sup>7</sup>.

Questa caratteristica “chiusura” del fenomeno s.r.l. è stata tradizionalmente argomentata da alcune disposizioni ricorrenti nelle varie legislazioni, tra le quali spiccano: quelle che impediscono che le partecipazioni al capitale siano rappresentate cartolarmente e, quindi, impongono una loro meno agevole circolazione<sup>8</sup>; quelle che impediscono espressamente di collocare presso il pubblico le quote<sup>9</sup>; quelle che non consentono di utilizzare il procedimento di costituzione per pubblica sottoscrizione<sup>10</sup>.

---

<sup>5</sup> Cfr. G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, in *Commentario Schlesinger*, I, Giuffrè, Milano, 2010, 49.

<sup>6</sup> V., tra i molti, C. ANGELICI, *La riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale*<sup>2</sup>, CEDAM, Padova, 105 ss.

<sup>7</sup> Così G. ZANARONE, *Società a responsabilità limitata*, cit., 73.

<sup>8</sup> Cfr. G. ZANARONE, *Società a responsabilità limitata*, in *Trattato di diritto commerciale e diritto pubblico dell’economia*, diretto da F. Galgano, CEDAM, Padova, 1985, 23.

<sup>9</sup> Tipiche, come si vedrà, degli ordinamenti di stampo anglosassone, ma recepite anche in Italia dopo la Riforma del 2003, con l’introduzione dell’art. 2368, 1° comma, c.c., ai sensi del quale le quote di s.r.l. non possono costituire “oggetto di offerta al pubblico di strumenti finanziari”.

<sup>10</sup> E v. la Relazione ministeriale al Codice, n. 1008. V. sul punto G. SANTINI, *Società a responsabilità limitata*, sub art. 2475, Zanichelli, Bologna, 1966, 38 che riconduce tale inapplicabilità alla volontà di escludere “la possibilità di fare appello al capitale anonimo su

Una tale sistemazione è il frutto della stessa evoluzione storica subita dagli ordinamenti che la prevedevano; evoluzione che conviene quindi esaminare. Il dibattito sulle origini dei diversi tipi societari sembra infatti dare per acquisito che la distinzione tra le due tipologie di società dotate di personalità giuridica, conosciuta in molti ordinamenti dell'Europa continentale, risponda a bisogni naturali del mercato e, quindi, costituisca una scelta obbligata. Tale contrapposizione trova un forte argomento nella netta opposizione, risalente alla fine del XIX sec. e presente in pressoché tutti gli ordinamenti europeo-continentali, tra il tipo della s.p.a./AG/S.A., e quello della s.r.l./GmbH/s.à.r.l.

a. *L'affermarsi del dualismo tipologico s.p.a./s.r.l.: l'utilizzo delle norme di diritto societario a tutela dell'integrità del mercato*

La contrapposizione, però, è molto più artificiale di quanto si possa ritenere; essa, al contrario, trae le proprie origini da specifici processi storici verificatisi negli ordinamenti che la contemplano<sup>11</sup>. La ragione di tale scelta è stata infatti dettata da una considerazione di ordine tipologico sulla necessità di approntare discipline diverse in funzione della vocazione dell'organismo societario a ricorrere al pubblico per il loro finanziamento. In tale ottica, la possibilità di ricorrere al mercato dei capitali imponeva una specifica regolazione (più rigida e invasiva) del fenomeno societario. Al contrario, si era disposti a concedere un maggiore spazio all'autonomia statutaria qualora gli interessati avessero preventivamente rinunciato a tale possibilità.

L'affermarsi di tale dualismo tipologico è stato indirettamente causato dalla rimozione, verso la metà del XIX sec., delle barriere alla libertà di costituzione delle società-persone giuridiche. Fino a tale fondamentale punto di svolta, infatti, le società di capitali erano solo "grandi", necessitando per la loro costituzione di una speciale autorizzazione governativa sul presupposto della loro "utilità per il benessere sociale"<sup>12</sup>. Con l'affermarsi del principio di libera costituzione<sup>13</sup>, il beneficio della responsabilità limitata era garantito, con le medesime forme organizzative sino ad allora conosciute, non solo a coloro che intendevano raccogliere capitali sul mercato per l'intrapresa di iniziative economiche di grande portata e ad alto rischio, ma anche

---

quella larga scala che il codice ha invece consentito al fine di raggiungere le "maggiori" dimensioni delle società azionarie".

<sup>11</sup> V. sul punto R. HARRIS, *The Private Origins of the Private Company: Britain 1862-1907*, in *Oxf. Journ. Leg. Studies*, 33, 2013, 339 ss., 340: "unlike living organism, and contrary to a common misconception, business corporations did not begin small (and private) and only then grew bigger (and public)".

<sup>12</sup> V. R. HARRIS, *The Private Origins*, cit., 342. V. inoltre la ricca bibliografia citata in A. LEGNANI ANNICHINI, *Verso la responsabilità limitata. Un percorso storico*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2016, 1253 ss., in part. 1272.

<sup>13</sup> Su cui v. A. LEGNANI ANNICHINI, *Verso la responsabilità limitata*, cit., 1273 nt. 95 per riferimenti bibliografici.

agli imprenditori che, più prosaicamente, intendevano evitare di mettere a rischio tutto il proprio patrimonio<sup>14</sup>.

Quanto appena affermato trova riscontro nell'evoluzione subita dai due ordinamenti europei all'epoca economicamente più sviluppati, il Regno Unito e la Germania, dopo l'abolizione del sistema autorizzatorio. A fronte di un diritto societario ancora caratterizzato da una quasi totale autonomia statutaria e dall'assenza di controlli, interni ed esterni<sup>15</sup>, si verificarono in entrambi gli ordinamenti importanti bolle speculative, che però provocarono reazioni differenti da parte dei due legislatori, tali da influenzarne decisamente la successiva evoluzione.

Più in particolare, la risposta tedesca alla crisi costituisce probabilmente uno dei fattori che, sebbene indirettamente, contribuì in misura determinante alla creazione di un nuovo tipo sociale per le società "chiuse", poi diffusosi nel resto dell'Europa continentale. Ci riferiamo al c.d. *Gründerkrach* verificatosi nel 1873 a valle del periodo di notevole crescita economica dei due anni precedenti (*Gründerboom*), le cui radici sono state individuate nella velocità con cui la Francia onorò le riparazioni imposte dopo la conclusione della guerra franco-prussiana<sup>16</sup>. La notevole diffusione tra il pubblico di titoli collocati da *Aktiengesellschaften* in assenza di qualsiasi regolazione causò ingenti perdite ad un esteso pubblico di piccoli risparmiatori. La reazione del legislatore tedesco non tardò ad arrivare sotto forma di una estesa riforma della AG attuata nel 1884<sup>17</sup> con il dichiarato fine di prevenire usi abusivi della responsabilità limitata in danno del pubblico dei risparmiatori, così rendendo l'utilizzo della società-persona giuridica meno attraente (e più costosa) per un gran numero di attività imprenditoriali di dimensioni non rilevanti<sup>18</sup>.

Tutte queste innovazioni legislative furono sin da subito percepite come superflue ed eccessivamente onerose per quelle ipotesi di società a ristretta base sociale in cui la forma dell'AG era stata scelta unicamente allo scopo di limitare la

---

<sup>14</sup> V. R. HARRIS, *The Private Origins*, cit., 346, il quale per il caso del Regno Unito mostra che ben prima del 1907, quando la "private company" venne ufficialmente disciplinata, il fenomeno fosse ampiamente diffuso.

<sup>15</sup> Cfr. M. LUTTER, *Limited Liability Company and Private Company*, in CONARD-VAGTS (a cura di), *International Encyclopedia of Comparative Law*, XIII/1 Business and Private Organizations, Mohr-Siebeck, Heidelberg, 2006, 4.

<sup>16</sup> Per ulteriori riferimenti v. C. GERNER BEUERLE, *Law and Finance in Emerging Economies: Germany and Britain 1800-1913*, in *The Modern Law Rev.*, 2017, 263 ss., in part. 269-270.

<sup>17</sup> V. il *Gesetz, betreffend die Kommanditgesellschaften auf Aktien und die Aktiengesellschaften* del 18 luglio 1884, il cui testo è consultabile sul sito <https://de.wikisource.org>.

<sup>18</sup> V. sul punto T. GUINNANE-R. HARRIS-N.R. LAMOREAUX-J.L. ROSENTHAL, *Putting the Corporation in its Place*, in *Enterprise & Society*, 2007, 687 ss., in part. 697-698 e la bibliografia ivi citata, da cui emerge che all'epoca numerose imprese di rilevanti dimensioni erano esercitate da società non dotate di responsabilità limitata; v. inoltre C. GERNER-BEUERLE, *Law and Finance*, cit., 266. Per una descrizione dei contenuti della riforma v. H. FLEISCHER, *Einleitung*, in H. Fleischer-W.Goette W. (a cura di), *Münchener Kommentar zum GmbH-Gesetz*<sup>2</sup>. C.H. Beck, Munich, 2015, Rdn. 51.

responsabilità dei soci e non anche per reperire risparmio presso il pubblico<sup>19</sup>. Fu perciò così che, dopo una gestazione-lampo di soli quattro mesi<sup>20</sup>, vide la luce la *GmbH*, una nuova forma organizzativa espressamente ideata per quelle attività imprenditoriali collettive, di norma ma non necessariamente medio-piccole, alla ricerca della responsabilità limitata ma: *i*) non disposte a sottoporsi alla rigida struttura della *AG* così come da ultimo novellata; *ii*) non interessate a finanziarsi sul mercato. Di qui, tra le altre novità, il divieto di incorporazione in azioni delle quote di partecipazione e la necessità di un atto pubblico per il loro trasferimento<sup>21</sup>.

Ridurre, però, il movimento di riforma che portò alla *GmbH* alle sole esigenze delle piccole imprese familiari sarebbe alquanto riduttivo, quantomeno sulla base delle fonti storiche a disposizione. A fronte, infatti, di coloro che andavano unicamente alla ricerca di una “società di persone a responsabilità limitata”, esisteva una fetta importante<sup>22</sup> del ceto imprenditoriale che invece necessitava di una “società di capitali semplificata”, sulla scia di precedenti esperimenti settoriali<sup>23</sup>, per l'intrapresa di affari altamente speculativi e rischiosi<sup>24</sup>.

---

<sup>19</sup> V. M. LUTTER, *Limited Liability Company*, cit., 4 e C. GERNER-BEUERLE, *Law and Finance*, cit., 295.

<sup>20</sup> V., per ulteriori riferimenti sul punto, H. FLEISCHER, *Einleitung*, cit. Rdn. 64-68.

<sup>21</sup> La necessità dell'atto notarile fu espressamente ricollegata, in sede di discussione parlamentare, alla necessità di evitare la creazione di un mercato delle partecipazioni: v. le note esplicative alla legge del 1892, *Stenographischer Bericht über die Verhandlungen des Reichstages 8 Legislaturperiode, I Session 1890/1892, 5. Anlagenband 3724, 3729*. Sul punto v. anche quanto osservato da G. ZANARONE, *Società a responsabilità limitata*, cit., 67-68 e la bibliografia ivi citata, secondo il quale la soluzione fu dettata dal timore “relativo alla possibilità che il principio della libera trasferibilità delle quote, dando vita ad un potenziale mercato delle stesse similmente a quanto accade con le azioni, fornisse l'espedito per una utilizzazione distorta della nuova figura da parte di organismi a base associativa numerosa, preoccupati di sfuggire alla più severa disciplina della società per azioni”.

<sup>22</sup> I dati statistici dell'epoca dimostrano che nei primi trent'anni di vigenza della *GmbH* la maggior parte di esse avevano oggetto sociale particolarmente innovativo, o comunque, rischioso, depositando peraltro la maggior parte dei nuovi brevetti per invenzione, v. gli accurati dati statistici riportati da A. CASICCIA, *Le società a garanzia limitata nella legislazione comparata*, F.lli Bocca, Torino, 1927, 37 ss.

<sup>23</sup> Ci si riferisce alle “società coloniali” (*Kolonialgesellschaften*), su cui v. H. VEIT SIMON, *Deutsche Kolonialgesellschaften*, in *Zeitschrift für das Handelsrecht*, 1887, I, 85 ss.; V. RING, *Eine Rechtsform für Kolonial Gesellschaften*, Heymann, Berlin, 1888.

<sup>24</sup> Illuminanti le parole al riguardo di T. ASCARELLI, *Le società a responsabilità limitata e la loro introduzione in Italia*, in *Riv. dir. comm.*, 1924, I, 419 ss., in part. 420, ove una descrizione di tale duplice direzione in cui si è svolto tale processo evolutivo: “da un lato si voleva partire dalle società in nome collettivo estendendo ai soci di queste il beneficio della responsabilità limitata, dall'altro si voleva invece un'anonima soggetta a meno rigorose formalità, più libera ed elastica nei suoi movimenti, i cui soci potessero effettivamente ingerirsi nell'amministrazione della società, come appunto era stato fatto per le società coloniali. Da un lato si mirava a creare un nuovo tipo di società, dall'altro invece semplicemente a modificare la società anonima; secondo gli uni la società doveva servire ad imprese di natura familiare,

b. *Il diverso approccio del Regno Unito: le private companies e la tutela del mercato tramite regole di trasparenza*

Al contrario, il Regno Unito, che pure sperimentò bolle speculative a seguito dell'affermarsi della *freedom of incorporation* con le riforme del 1847 e 1856<sup>25</sup>, reagì adottando una diversa strategia di riforma<sup>26</sup>. Sulla scia di quanto osservato dal c.d. "Comitato Davey" del 1895, nel 1900 il Parlamento emanò il noto *Companies Act* al preciso scopo di regolare la collocazione presso il pubblico di titoli azionari. È interessante notare che in tale processo di riforma il legislatore inglese non prese in considerazione la recente esperienza tedesca delle riforme 1884-1892, optando invece per una regolazione tutta basata sulla distinzione tra due "modelli" (*private/public*) di un medesimo tipo sociale dotato di personalità giuridica, la *company*, in funzione della sua apertura o meno al mercato del capitale di rischio<sup>27</sup>. La *public company* fu quindi sottoposta a regole più stringenti non tanto in tema di costituzione o organizzazione, quanto sulla pubblicità dei dati di bilancio e sul procedimento di collocazione dei propri titoli sul mercato. Al contrario, la *private company* era definita dalla *section 37* del *Companies Act* solo in funzione dell'esenzione dalle appena citate regole di *disclosure* e appello al pubblico risparmio, come quella società il cui statuto: *i*) prevedesse delle limitazioni alla circolazione delle proprie azioni; *ii*) limitasse il numero massimo di azionisti a cinquanta; *iii*) proibisse qualsiasi forma di collocamento presso il pubblico di qualsiasi titolo, azionario o obbligazionario, emesso dalla società medesima.

Alla fine dell'800 i diritti societari di Germania e Regno Unito si dotarono entrambi di un modello di società dotata di autonomia patrimoniale perfetta e maggiore autonomia statutaria rispetto al tipo "maggiore" (*AG e public company*), ma al prezzo di un (più o meno) esplicito divieto di ricorrere al finanziamento sul mercato. Tale risultato apparentemente omogeneo venne però raggiunto adottando approcci a tal punto distanti da aver notevolmente influenzato l'evoluzione successiva degli ordinamenti europei<sup>28</sup>. La scelta britannica non riguardò il diritto societario strettamente inteso, preferendo proteggere l'integrità del mercato mediante regole "di mercato" in tema di pubblicità degli eventi societari e di collocazione presso il

---

piccole imprese con pochi soci legati da un vincolo comune di parentela o di amicizia, che tutti vogliono ingerirsi nell'amministrazione della società pur senza esporre la propria illimitata responsabilità; secondo gli altri invece alle imprese più audacemente speculative che per la loro stessa natura volevano sfuggire alle rigorose prescrizioni della legge sulle anonime". Analogamente A. CASICIA, *Le società a garanzia limitata*, cit., 48.

<sup>25</sup> V. sempre C. GERNER-BEUERLE, *Law and Finance*, cit., 274 e la bibliografia *ivi* citata.

<sup>26</sup> Cfr. G. ZANARONE, *Società a responsabilità limitata*, cit., 66 nt. 3, nel senso che l'introduzione delle *private companies* avvenne "per venire incontro alle medesime esigenze che avevano suggerito altrove l'introduzione della s.r.l."

<sup>27</sup> Cfr. T. GUINNANE-R. HARRIS-N.R. LAMOREAUX-J.L. ROSENTHAL, *Putting the Corporation in its Place*, cit., 705.

<sup>28</sup> Cfr. C. GERNER-BEUERLE, *Law and Finance*, cit., 263 ss.

pubblico (di qui nasce il concetto stesso di “prospetto”) da applicarsi solo a quelle *companies* che intendessero a tale pubblico rivolgersi, così non intaccando l’unitarietà del tipo. La Germania guglielmina, invece, adottò consapevolmente<sup>29</sup> un approccio più paternalistico e, così, irrigidendo le regole in tema di costituzione e controlli degli emittenti, giungendo pertanto a creare un nuovo tipo contrapposto alla AG e, sul lungo periodo, escludendo dalla possibilità di finanziarsi sul mercato la maggior parte delle proprie imprese che, inevitabilmente, si rivolsero al canale bancario<sup>30</sup>.

c. *Le altre esperienze europee di inizio XX secolo e l’Italia*

Con l’eccezione della vicina Austria nel 1906<sup>31</sup>, la “pioniera” *GmbH* non si diffuse con rapidità negli altri ordinamenti continentali che, come quello tedesco, avevano definitivamente abbandonato il sistema concessorio per la costituzione di società-persone giuridiche. In Francia, ad esempio, fu solo nel 1925<sup>32</sup>, a seguito della pressione competitiva causata dalla riannessione dell’Alsazia-Lorena, che fu introdotta, accanto alla *société anonyme*, la *société à responsabilité limitée*, la cui disciplina prevedeva numerose cautele per evitare che si finanziasse presso il pubblico<sup>33</sup>.

---

<sup>29</sup> V. quanto osservato da C. GERNER-BEUERLE, *Law and Finance*, cit., 295 in merito all’esame compiuto in parlamento della soluzione già adottata nel Regno Unito e al suo rigetto (alla nt. 220 i riferimenti ai resoconti stenografici delle riunioni).

<sup>30</sup> Nella dottrina italiana più recente si riscontrano le eco di tale impostazione in V. DI CATALDO, *Società a responsabilità limitata*, cit., 298-299: “La maggiore rigidità del submodello più aperto” vale a dire della società per azioni c.d. aperta “muove dalla necessità di evitare che i soci dispongano troppo di uno statuto che interessa l’intero mercato, non solo i soci. La flessibilità del modello più chiuso” vale a dire della s.r.l. “dipende dalla considerazione che questo modello rimane distante dal mercato e quindi il suo statuto può essere considerato quasi solo cosa propria dei soci”. Analogamente C. ANGELICI, *La riforma delle società di capitali*, cit., 12.

<sup>31</sup> Cfr. legge 6 marzo 1906, n. 58, il cui testo è riportato da G. ACERBI, *Alcuni materiali per la storia delle società a garanzia/responsabilità limitata*, in *Riv. soc.*, 2012, 1184 ss., in part. 1201 ss.

<sup>32</sup> Con la *Loi 7 mars 1925*, il cui testo è riportato da G. ACERBI, *Alcuni materiali*, cit., in part. 1192 ss.

<sup>33</sup> Tra le quali: il divieto di esercitare attività bancaria e assicurativa (art. 2); la proibizione, stabilita dall’art. 4, di una costituzione per pubblica sottoscrizione, a pena di nullità della società (art. 9), oltre che di emettere, sempre per pubblica sottoscrizione, “*valeurs mobilières quelconques*”; la punizione, con ammende notevoli e financo con la reclusione, degli amministratori di s.à.r.l. che “*directement ou par personne interposée, ont ouvert une souscription publique à des valeurs mobilières quelconques pour le compte de la société*” (art. 27); il divieto di incorporazione delle partecipazioni sociali (art. 21); il necessario consenso di almeno i tre quarti del capitale sociale per la cessione a non soci (art. 22); la opponibilità delle cessioni di quote alla società e ai terzi solo in caso di notificazione o accettazione della cessione (art. 23).

Anche in Italia, che pure conservò la *GmbH* nei territori annessi dopo il primo conflitto mondiale<sup>34</sup>, sia il Progetto Vivante sia il Progetto D'Amelio contemplavano l'introduzione di un tipo di società "a garanzia limitata" cui, tra le altre cose, fosse impedito di ricorrere al pubblico risparmio per finanziarsi<sup>35</sup>, anche tramite la previsione di un numero massimo di soci<sup>36</sup>, di limitazioni alla circolazione delle quote<sup>37</sup> oltre che, come per la *GmbH*, della forma notarile per l'atto di cessione.

Il sostanziale allineamento dei progetti di riforma italiani con quelli europei fu abbandonato con il progetto di riforma del 1940<sup>38</sup> e poi confermato in sede di emanazione del Codice civile, quando la differenza tra s.r.l. e s.p.a. si ridusse, sostanzialmente, oltre che nel divieto (tipologicamente caratterizzante) di ricorrere al pubblico risparmio, in un minore ammontare minimo del capitale sociale, in regole di funzionamento interno più snelle e capaci di assicurare la rilevanza delle persone dei soci e nella obbligatorietà dell'organo di controllo solo nell'ipotesi di capitale sociale pari a quello della s.p.a.

---

<sup>34</sup> Sulla singolare vicenda storica v. G. ACERBI, *Alcuni materiali*, cit., 1238 ss., nonché M. STELLA RICHTER JR., *Antecedenti e vicende della società a responsabilità limitata*, in A.A. DOLMETTA-G. PRESTI (a cura di), *S.r.l. Commentario*, dedicato a G.B. Portale, Giuffrè, Milano, 2011, 1 ss.

<sup>35</sup> V. quanto osservato da A. ASQUINI, *Le società a garanzia limitata*, in *Progetto preliminare per il nuovo Codice di Commercio*, redatto dalla Commissione Ministeriale per la riforma della legislazione commerciale presieduta dal prof. Cesare Vivante, Hoepli, Milano, 1922, 311 (ma anche in *Scritti giuridici*, II, CEDAM, Padova, 1939, 231 ss.), sulla necessità di assoggettare il nuovo tipo a una "severa disciplina legislativa, che le impedisca, in quanto possibile, di tendere insidie al pubblico credito". Ancor più esplicitamente si esprimeva T. ASCARELLI, *Le società a responsabilità*, cit., 425: "l'intento economico che il legislatore si è prefisso nel regolare la costituzione delle società a responsabilità limitata in tutti i diritti nei quali essa è ammessa, è stato quello di impedire l'appello al gran pubblico per la loro costituzione; il pubblico non è protetto e garantito nei riguardi delle società a responsabilità limitata, che non sono come le anonime soggette a rigorose pubblicità, il pubblico non deve ad esse partecipare".

<sup>36</sup> Indicato in venticinque sia dall'art. 144 del Progetto Vivante sia dall'art. 147 del Progetto D'Amelio. E v. sempre A. ASQUINI, *Le società a garanzia limitata*, cit., 315: "quando si tratta di società le quali devono reclutare il capitale in larghe sfere del pubblico e devono riunire un grande numero di soci, tra i quali ogni rapporto di reciproca conoscenza e fiducia fa difetto, solo la società anonima è la forma adatta, perché l'organizzazione interna della società anonima è eminentemente orientata nel senso di dare alla moltitudine dei soci la massima tutela di fronte alla ristretta cerchia di persone a cui l'amministrazione della società è affidata".

<sup>37</sup> V. il diritto di prelazione in favore degli altri soci, oltre che il divieto di rappresentazione delle quote in titoli di credito, stabilito dall'art. 146 del Progetto Vivante e dall'art. 149 del Progetto d'Amelio.

<sup>38</sup> Sul "passo indietro" compiuto sul punto dal Progetto Asquini v., per tutti, G.C.M. RIVOLTA, *La società a responsabilità limitata*, in *Trattato di diritto civile e commerciale* Cicu-Messineo, Giuffrè, Milano, 1982, 31.

2. *La riforma italiana del 2003: il problema delle “lacune” e la conferma del carattere “chiuso” della s.r.l.*

La Riforma del 2003 ha, come noto, ancor più accentuato l'autonomia tipologica della s.r.l. rispetto alla s.p.a.<sup>39</sup>, a partire dalla necessità imposta dalla legge delega (art. 3, comma 1°, lett. a) di predisporre un complesso di precetti organico ed “autonomo”<sup>40</sup> “modellato” sul principio della rilevanza centrale del socio e dei rapporti contrattuali tra soci, così sovvertendo la sino ad allora consolidata “dipendenza” del nostro tipo rispetto a quello azionario<sup>41</sup>. Anzi, l'opinione più diffusa è che la Riforma, seguendo la terminologia adottata dalla legge delega, abbia disegnato i contorni del “tipo” s.r.l. avendo a mente la possibilità per l'autonomia statutaria di adottare diversi “modelli tipologici”<sup>42</sup> della società costituenda, a seconda della connotazione più spiccatamente personalistica o capitalistica che le si volesse attribuire<sup>43</sup>. E' quindi già a partire dalla Riforma del 2003 che è iniziato quel processo, come vedremo portato alle sue estreme conseguenze dai più recenti interventi legislativi, di progressiva erosione dei caratteri distintivi del tipo s.r.l.

Ciò nonostante, l'intervento riformatore, come da più parti si è osservato<sup>44</sup>, non può definirsi organico e autosufficiente sicché, nonostante opinioni in senso

---

<sup>39</sup> Cfr. G. MARASÀ, *La s.r.l. come società di capitali e suoi caratteri distintivi dalla s.p.a.*, in ID. (a cura di), *La riforma di società, cooperative, associazioni e fondazioni (Scritti)*, CEDAM, Padova, 2005, 107 ss.; P. SPADA, *Classi e tipi di società dopo la riforma organica (guardando alla “nuova” società a responsabilità limitata)*, in G. CIAN (a cura di), *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, CEDAM, Padova, 2004, 31 ss.

<sup>40</sup> Nonostante ciò la disciplina codicistica contiene ancora numerosi richiami alla disciplina della s.p.a., come nota criticamente G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, cit., 19 e gli autori citati alla nt. 24.

<sup>41</sup> Con la conseguenza che eventuali lacune vadano colmate, se possibile, facendo applicazione di principi desunti dallo stesso corpo normativo dettato per la s.r.l., v. M. STELLA RICHTER JR., *Di alcune implicazioni sistematiche della introduzione di una nuova disciplina per le società a responsabilità limitata*, in *Giust. civ.*, 2004, 11 ss., in part. 18.

<sup>42</sup> E v. al riguardo le considerazioni di G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, cit., 54 ss.

<sup>43</sup> Sulla distinzione tra “tipi” e “modelli” v. già D. CORAPI, *La riforma italiana delle società di capitali: modelli continentali, modelli di common law e modello comunitario*, in G. CIAN (a cura di), *Le grandi opzioni*, cit., 77 ss. V. inoltre P. MONTALENTI-O. CAGNASSO, *Corporate governance, modelli societari, autonomia statutaria: profili introduttivi*, in AA.VV., *Diritto del governo delle imprese*, diretto da M. Irrera, Giappichelli, Torino, 2016, 1 ss. e P. MONTALENTI, *Il diritto societario dai “tipi” ai “modelli”*, in *Giur. comm.*, 2016, I, 420 ss.

<sup>44</sup> Cfr., per tutti, G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, cit., 26. V. inoltre F. D'ALESSANDRO, *La “provincia” del diritto societario inderogabile (ri)determinata. Ovvero: esiste ancora il diritto societario?*, in *Riv. soc.*, 2003, 34 ss.; V. DI CATALDO, *Società a responsabilità limitata e autonomia statutaria. Un regalo poco utilizzato e forse poco utile*, in AA.VV., *Il diritto delle società oggi. Innovazioni e persistenze. Studi in onore di Giuseppe Zanarone*, diretto da P. Benazzo-M. Cera-S. Patriarca, UTET, Torino, 2011, 307 ss., in part. 314; G.C.M. RIVOLTA, *Profilo della nuova disciplina della società a responsabilità limitata*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2003, 703 ss.; G. ZANARONE,

contrario<sup>45</sup>, quello che sembra essere l'atteggiamento interpretativo prevalente è nel senso che, in caso di lacune nella disciplina della s.r.l., prima di affermare l'assenza di una disciplina e, quindi, la totale autonomia delle parti, è necessario escludere la possibilità di applicare analogicamente le disposizioni dettate per altri tipi sociali<sup>46</sup>. Sono esemplificativi di tale impostazione di pensiero i casi dell'estensione analogica anche alla s.p.a. chiusa della disciplina della postergazione dei finanziamenti soci<sup>47</sup>, oltre che dell'ampliamento del diritto di ispezione del socio oltre i limiti stabiliti dall'art. 2422 c.c.<sup>48</sup> Sono, invece, state argomentate in ragione della differenza tipologica tra i due tipi sociali le decisioni in punto di non applicabilità analogica alla s.r.l. delle disposizioni della s.p.a. in tema di termini di esercizio del recesso<sup>49</sup>.

3. *Le riforme del 2012-2017 e la distruzione del sistema dualistico: il nuovo presupposto tipologico dell'impresa P.M.I. "crowdfunded" e la sua inadeguatezza rispetto alle reali esigenze dell'innovazione*

In risposta alla pressione competitiva proveniente in particolar modo dall'ordinamento nordamericano, il legislatore italiano ha quindi lentamente trasformato, nel corso del lustro 2012-2017, la originaria s.r.l., così creando una nuova tipologia che, quantomeno al momento, si situa in mezzo ai due tipi sociali originari (s.p.a. e s.r.l.) ma i cui confini non sono ancora chiari<sup>50</sup>.

---

*Il ruolo del tipo societario dopo la riforma*, in AA.VV., *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, I, UTET, Torino, 57 ss., in part. 87 ss.

<sup>45</sup> V., ad esempio, M. STELLA RICHTER JR., *Di alcune implicazioni sistematiche*, cit., 11 ss.

<sup>46</sup> Cfr. G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, cit., 29 e 31 nt. 44, ove mette in guardia contro un atteggiamento di "path dependance rispetto al passato tale da far intravedere una lacuna tutte le volte che una disposizione dettata per la s.p.a. non venga ripetuta per la s.r.l. [che potrebbe] materializzarsi nell'antistorico risultato di ricondannare la s.r.l., contro ogni dichiarata intenzione del legislatore della riforma, a una posizione di sudditanza rispetto al tipo azionario".

<sup>47</sup> Cfr. Cass., 7 luglio 2015, n. 14056, in *Riv. dir. comm.*, 2016, II, 11 ss., con nota di D. BONACCORSI DI PATTI, *Sull'applicazione analogica dell'art. 2467 c.c. alle società per azioni a base ristretta*; seguita da Cass., 20 giugno 2018, n. 16291, in [www.italgiure.giustizia.it](http://www.italgiure.giustizia.it). Nel senso della non applicabilità dell'art. 2467 c.c. alle società cooperative v. Cass., 20 maggio 2016, n. 10509.

<sup>48</sup> Cfr. Trib. Roma, 1° aprile 2019, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2019, II, 757 ss., con nota di G.B. PORTALE-N. DE LUCA, *Il sovrano non ha abdicato. Interessi primordiali degli azionisti e competenze implicite dell'assemblea*.

<sup>49</sup> Cfr. Cass. 12 novembre 2018, n. 28987, in *Foro it.*, 2019, I, 170, con nota di G. NICCOLINI, *La tempestività del recesso del socio di s.r.l. secondo la Cassazione*.

<sup>50</sup> Di "tendenza all'ibridazione dei tipi" discorre M. CIAN, *Società "start-up" innovative e PMI [Piccole e Medie Imprese] innovative*, in *Giur. comm.*, 2015, I, 969 ss., intendendo con tale espressione "l'introduzione di nuovi modelli tipologici che attingano a più di un tipo tradizionale o che siano creati per derivazione da uno di essi, ma con l'innesto di elementi normativi caratterizzanti uno o più altri".

a. *Da dove nasce la riforma italiana: i movimenti di riforma europei di inizio secolo*

Il processo di profonda riforma attuato dal legislatore italiano si iscrive in realtà in un più ampio fenomeno di vera e propria competizione tra gli ordinamenti europei in materia di società chiuse<sup>51</sup>, innescato dalla già richiamata giurisprudenza della Corte di Giustizia in tema di libertà di stabilimento. Tale competizione<sup>52</sup> si è concentrata, seguendo anche gli auspici della Commissione Europea<sup>53</sup>, proprio sulle P.M.I., individuate come campo di intervento elettivo di interventi volti a facilitare la creazione di nuove imprese e la crescita di quelle già esistenti<sup>54</sup> mediante un rilassamento delle norme già esistenti prendendo a modello i sistemi inglese e nordamericano<sup>55</sup>.

In tale contesto a cadere sotto i colpi degli interventi riformatori è stato per primo il capitale sociale minimo, che sino alla fine del XX sec. era previsto anche per le società chiuse da pressoché tutti gli ordinamenti europeo-continentali<sup>56</sup>, essendo oggi ammessa in molte nazioni la possibilità di costituire una s.r.l. con capitale minimo di un solo euro<sup>57</sup>.

Un altro aspetto a essere oggetto di attenzione, in quanto considerato (a torto o a ragione) un ostacolo alla creazione di nuove imprese, è quello delle formalità previste per la registrazione, con una particolare attenzione alla costituzione per vie telematiche o, comunque, alla semplificazione degli adempimenti<sup>58</sup>.

---

<sup>51</sup> Per una panoramica di tali interventi v. H. FLEISCHER, *Internationale Trends und Reformen im Recht der geschlossenen Kapitalgesellschaft*, in NZG, 2014, 1081 ss.; M. NEVILLE-K.E. SØRENSEN, *Promoting entrepreneurship – the new company law agenda*, in EBOR, 2014, 545 ss.; M. VENTORUZZO, *The role of comparative law in shaping corporate statutory reforms*, in *Duq. Law Rev.*, 2014, 165 ss.

<sup>52</sup> Per alcuni dati empirici R. BRAUN-H. EIDENMÜLLER-A. ENGERT-L. HORNUF, *Does charter competition foster entrepreneurship? A difference-in-difference approach to European company law reform*, in *Journ. Common Mark. Stud.*, 2013, 399 ss.

<sup>53</sup> Cfr. lo *Small Business Act for Europe* del 2008 (COM(2008) 394 final).

<sup>54</sup> V. in Francia la *Loi Dutreil pour l'initiative économique* del 2003; in Italia la stessa Riforma del 2003; in Germania il *Gesetz zur Modernisierung des GmbH-Rechts und zur Bekämpfung von Missbräuchen* del 2008; in Spagna la *Ley de la sociedad limitada Nueva Empresa* del 2003; in Olanda la *Wet vereenvoudiging en flexibilisering bv-recht* del 2012.

<sup>55</sup> V., per una sistematizzazione, H. FLEISCHER, *Internationale Trends*, cit., 1085 ss.

<sup>56</sup> Nella misura di € 7.500 per la s.à.r.l. francese, di € 10.000 per la s.r.l. italiana, di € 18.000 per la BV olandese, di € 25.000 per la GmbH tedesca e di € 35.000 per quella austriaca.

<sup>57</sup> Le due eccezioni sono l'Austria e la Germania, che continuano a richiedere un capitale minimo piuttosto elevato, sebbene in Austria sia ammesso il peculiare regime della *Gründungsprivilegierung* (§ 10b GmbHG). Per ulteriori dettagli v. M. GRIMM, *Die Finanzverfassung der kleinen Kapitalgesellschaft. Eine rechtsvergleichende Untersuchung der Reformdiskussion in Europa*, Duncker & Humblot, Berlin, 2013, 51 ss.; A. BARTOLACELLI, *Almost capital-less companies in Europe: trends, variations, competition*, in *ECFR*, 2017, 187 ss., in part. 197 ss.

<sup>58</sup> Cfr. H. FLEISCHER, *Internationale Trends*, cit., 1086.

Particolare enfasi è stata poi attribuita alla predisposizione di sotto-tipi della s.r.l. dedicati alle nuove iniziative imprenditoriali e caratterizzati da una forte semplificazione, se non addirittura da una standardizzazione, della loro articolazione statutaria<sup>59</sup>. Tra di essi si annoverano: la *sociedad limitada nueva empresa* (SLNE) introdotta, seppur senza particolare successo<sup>60</sup>, in Spagna nel 2003; la *Unternehmergeellschaft* (UG) in Germania nel 2008, priva di un capitale sociale minimo; la *société privée à responsabilité limitée-starter* (SPRL-S) introdotta in Belgio nel 2010 e poi abolita a seguito della riforma generale del diritto societario del 2019<sup>61</sup>; in Italia la s.r.l.s., originariamente introdotta nel 2012 per i soli soci under 35, poi aperta nel 2013 a qualsiasi età anagrafica<sup>62</sup>; in Danimarca la *ivaersaetterselskab* (IV) nel 2014, sul modello della UG tedesca.

Quasi nessuna attenzione è però stata dedicata, ad eccezione di quanto accaduto in Italia, all'incentivazione delle *start-up*, ossia a imprese in forma societaria destinate ad una rapida crescita grazie a investimenti esterni e destinate, in caso di successo, a quotarsi su un mercato regolamentato.

b. *La crisi economica italiana e la spinta a rinnovare il sistema imprenditoriale: il Rapporto Restart, Italia! e il d.l. 179/2012*

Le profonde modifiche subite dal diritto societario italiano nel quinquennio 2012-2017 costituiscono, è cosa nota, una risposta alla profonda crisi economica globale e, per quanto riguarda più nello specifico la situazione italiana, alla pressoché nulla crescita della produttività e ad un tasso di innovazione e sviluppo molto basso<sup>63</sup>. È per questo motivo, balzato in cima all'agenda politica con il determinante impulso delle istituzioni europee<sup>64</sup>, che il MISE nominò una commissione di dodici esperti nel campo delle *start-up*, degli strumenti per la loro crescita (incubatori, acceleratori, etc.)

---

<sup>59</sup> Cfr. sul punto H. FLEISCHER, *Internationale Trends*, cit., 1088-1089; G.B. PORTALE, *Società a responsabilità limitata senza capitale sociale e imprenditore individuale con «capitale destinato» (Capitale sociale quo vadis?)*, in *Riv. soc.*, 2010, 1237 ss.

<sup>60</sup> Cfr. A. BARTOLACELLI, *Almost capital-less companies*, cit., 199.

<sup>61</sup> V. art. 5:1 ss. del *Code des sociétés et des associations* del 23 marzo 2019.

<sup>62</sup> Per alcuni dati empirici sui costi di costituzione delle s.r.l.s. v. L. LAVECCHIA-C. STAGNARO, *There ain't no such thing as a free deed: the case of Italian notaries*, in *Eur. Journ. Law Econ.*, 2019, 277 ss.

<sup>63</sup> In realtà si discute se il *driver* dello sviluppo di imprese innovative sia la presenza di idee innovative in quanto tali ("*innovation first hypothesis*") o la presenza di VC disposti a finanziarle ("*VC first hypothesis*"). V. sul punto M. Ueda-M. Hirukawa, *Venture Capital and Innovation: Which is First?* (14 settembre 2008), disponibile su SSRN al link: <https://ssrn.com/abstract=1242698>, ultimo accesso il 30 dicembre 2019.

<sup>64</sup> V., ad esempio, la *Raccomandazione del Consiglio, del 10 luglio 2012, sul programma nazionale di riforma 2012 dell'Italia e che formula un parere del Consiglio sul programma di stabilità dell'Italia 2012-2015* (2012/C 219/14), in *Gazz. Uff. UE*, 24 luglio 2012, la cui raccomandazione n. 6 esplicitamente si riferiva alla necessità di "migliorare l'accesso agli strumenti finanziari, in particolare al capitale, per finanziare le imprese in crescita e l'innovazione".

e del *venture capital*, che terminò i suoi lavori con l'elaborazione di un rapporto, denominato "Restart, Italia!"<sup>65</sup> contenente specifiche proposte di riforme nel campo del diritto societario. Più in particolare, la sezione significativamente denominata "iSRL" del rapporto<sup>66</sup> suggeriva l'introduzione dei tipici strumenti di finanziamento utilizzati nel VC, quali il *work for equity*, l'abbandono del regime del capitale minimo, la possibilità di emettere titoli di debito convertibili e classi di partecipazioni, quali ad esempio le *performance shares* per i fondatori e il *team* originario e le *seeding shares* per gli investitori, così da poter incorporare nel contratto sociale tutti quei diritti che tipicamente vengono attribuiti al finanziatore VC (clausole di trascinarsi e co-vendita, privilegio in sede di liquidazione, nomina degli amministratori, etc.). Il Rapporto, tra le altre cose, suggeriva alcune modifiche e semplificazioni in tema di disciplina delle SGR<sup>67</sup>, l'agevolazione per la costituzione di "investment companies"<sup>68</sup>, l'introduzione di un regime *ad hoc* per il *crowdfunding*<sup>69</sup> e una regolazione più di favore della crisi, della liquidazione e dell'insolvenza<sup>70</sup>.

Gli auspici del Rapporto sono stati recepiti dagli artt. 25-32 del d.l. 18 ottobre 2012, n. 179<sup>71</sup>, quantomeno a livello di obiettivo di politica generale<sup>72</sup>, con un esplicito richiamo alla necessità di favorire la formazione, lo sviluppo e il finanziamento di imprese tecnologicamente innovative, così riuscendo a favorire la crescita e la competitività dell'intero sistema economico nazionale. Sotto un profilo più strettamente normativo il d.l. 179/12 è intervenuto, come noto, a beneficio di un novero estremamente limitato di s.p.a., di cooperative, o, soprattutto, di s.r.l., qualificabili come "startup innovative"<sup>73</sup>. Al giorno d'oggi individuare gli esatti contorni della fattispecie "innovatività" così come posti dalla norma è questione che ha perso però gran parte della sua rilevanza, essendo all'incirca tutte le innovazioni originariamente previste solo per questa tipologia di società state estese, come si vedrà, pressochè a tutte le imprese italiane esercitate nella forma di società di capitali.

Il legislatore ha quindi inizialmente individuato un novero ristretto di imprese (le start-up innovative) al solo fine di garantirgli un vantaggio competitivo,

---

<sup>65</sup> V. *Restart, Italia!*, Rapporto della Task Force sulle startup istituita dal Ministro dello Sviluppo Economico, 2012, disponibile al link <https://www.mise.gov.it/index.php/it/per-i-media/pubblicazioni/2030418-rapporto-restart-italia>, ultimo accesso il 30 dicembre 2019.

<sup>66</sup> Cfr. *Restart, Italia!*, cit., 51-52.

<sup>67</sup> Cfr. *Restart, Italia!*, cit., 53-54, sotto la sezione "Semplificare le organizzazioni che investono in startup".

<sup>68</sup> Cfr. *Restart, Italia!*, cit., 55-56.

<sup>69</sup> Cfr. *Restart, Italia!*, cit., 79-81.

<sup>70</sup> Cfr. *Restart, Italia!*, cit., 97-101.

<sup>71</sup> Convertito nella l. 18 dicembre 2012, n. 221.

<sup>72</sup> Cfr., per un esplicito richiamo alla necessità di favorire la formazione, lo sviluppo e il finanziamento di imprese tecnologicamente innovative, così riuscendo a favorire la crescita e la competitività dell'intero sistema economico nazionale, il rapporto ministeriale di accompagnamento al d.l. 179/2012.

<sup>73</sup> I requisiti sono posti dall'art. 25, comma 2°, d.l. 179/2012.

eccezionale<sup>74</sup> e temporaneo<sup>75</sup>, rispetto a quelle regolate dalle norme del codice civile e, in particolare, rispetto a quelle costituite in forma di s.r.l., che videro così ridotto, soprattutto dal lato del finanziamento, il divario rispetto alle s.p.a.<sup>76</sup> Tali innovazioni<sup>77</sup> consistono nella possibilità di: *i*) emettere categorie di quote, anche in deroga all'art. 2468, commi 2° e 3°, c.c., seppur potendo determinarne il contenuto nei "limiti imposti dalla legge" (art. 26, comma 2°), oltre che strumenti finanziari (art. 26, comma 7°); *ii*) emettere categorie di quote prive del diritto di voto, con diritto di voto limitato o non proporzionale rispetto alla quota di capitale rappresentata o, ancora, subordinato al verificarsi di condizioni, con l'ovvia esclusione di quelle non meramente potestative (art. 26, comma 3°); *iii*) essere esentate dalla disciplina fiscale delle società c.d. "di comodo" (art. 26, comma 4°); *iv*) offrire, in deroga a quello che si è visto essere stato da sempre un carattere tipologico della s.r.l., peraltro codificato espressamente dall'art. 2468, comma 1°, c.c., le proprie quote al pubblico "anche" – e, quindi, potrebbe al limite sostenersi, non solo – tramite portali di *crowdfunding* (artt. 26, comma 5° e 30, art. 100-ter T.U.F. e Regolamento CONSOB 18592/13); *v*) derogare al divieto di operazioni sulle proprie partecipazioni stabilito dall'art. 2474 c.c. in attuazione di piani di incentivazioni di dipendenti, amministratori o prestatori d'opera (art. 26, comma 6°); *vi*) godere di un regime di favore nel caso di riduzione del capitale per perdite (art. 26, comma 1°).

c. *Da eccezione a regola: gli interventi del 2015 e 2017*

Quelle che dovevano essere eccezioni temporanee ad un sistema oramai consolidato si sono diffuse rapidamente. Prima a tutte le Piccole e Medie Imprese (PMI<sup>78</sup>), purché innovative, grazie all'art. 4 del d.l. 24 gennaio 2015, n. 3<sup>79</sup>, poi a tutte le PMI, financo non innovative, grazie al d.l. 24 aprile 2017, n. 50<sup>80</sup>, che si sono limitati a mutare la fattispecie di riferimento di pressoché<sup>81</sup> tutta la disciplina dell'art. 26 d.l. 179/2012.

---

<sup>74</sup> Cfr. M. CIAN, *Società start-up*, cit., 969 ss.

<sup>75</sup> Cfr. Art. 25, comma 3°, d.l. 179/2012.

<sup>76</sup> Cfr. P. BENAZZO, *Start-up e PMI innovative*, in *Dig. Disc. Priv., Sez. Comm.*, VIII, UTET, Torino, 2017, 467 ss., in part. 470.

<sup>77</sup> Su cui v., per un inquadramento generale, P. BENAZZO, *Start up*, cit., 467 ss.; M. CIAN, *S.r.l. PMI, s.r.l., s.p.a.: schemi argomentativi per una ricostruzione del sistema*, in *Riv. soc.*, 2018, 818 ss.; M. CAMPOBASSO, *Il futuro delle società di capitali*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2019, 138 ss.

<sup>78</sup> Ossia, in accordanza con i criteri dettati dall'All. 2, art. 2 della Raccomandazione della Commissione Europea 2003/361/CE, quelle imprese con meno di 250 impiegati e con un fatturato annuale non superiore a 50 milioni di euro o un bilancio complessivo non superiore a 43 milioni.

<sup>79</sup> Conv. l. 24 marzo 2015, n. 33.

<sup>80</sup> Conv. l. 21 giugno 2017, n. 96.

<sup>81</sup> Con l'eccezione, già menzionata, degli strumenti finanziari partecipativi, la cui emissione è irragionevolmente riservata alle sole PMI innovative.

d. *L'effettiva rispondenza delle riforme del 2012-2017 alle esigenze del mercato: l'eccessiva enfasi sul crowdfunding e la scarsa considerazione del VC*

Ci sembra lecito dubitare che le riforme del 2012-2017 possano trovare una ampia diffusione, favorendo al contrario numerose incertezze interpretative. Ciò per due ordini di ragioni.

In primo luogo, il legislatore ha recepito unicamente alcune delle raccomandazioni formulate dal Rapporto *Restart, Italia!*, sostanzialmente ignorando i meccanismi di funzionamento del sistema economico su cui si basa lo sviluppo delle imprese in fase di *start-up*, quello del *Venture Capital*<sup>82</sup>. Al contrario, in ciò probabilmente influenzati dall'indubbio fascino che a livello di narrazione politica suscita ai giorni d'oggi il richiamarsi alla "saggezza della folla"<sup>83</sup>, si è dedicata molta attenzione al fenomeno, invero altrove alquanto marginale in termini assoluti<sup>84</sup>, dell'*equity crowdfunding*, con ciò influenzando anche gran parte della letteratura specialistica che si è occupata delle recenti riforme, che ha anch'essa sostanzialmente ignorato le problematiche poste dal VC.

Si è invece osservato che il *crowdfunding* potrebbe essere destinato a rimanere marginale e, comunque, a non riguardare le imprese con più alte possibilità di

---

<sup>82</sup> Per analoghe considerazioni v., in linea di principio, N. DE LUCA-S.L. FURNARI-A. GENTILE, *Equity crowdfunding*, in *Dig. Disc. Priv. Sez. Comm.*, VIII, UTET, Torino, 2017, 159 ss., in part. 164.

<sup>83</sup> E v. sul punto, con caustica ironia, M.B. DORFF, *The Siren Call of Equity Crowdfunding*, in *Journ. Corp. Law*, 2014, 493 ss., in part. 495: "cloaked in the "wisdom of crowds" mystique and combining private investment, the promise of jobs, aid to small businesses, and middle-class access to exciting investment opportunities, the crowdfunding aspect of the JOBS Act was an easy sell to both parties" e 505: "Equity crowdfunding holds the appeal of being quintessentially American. It is the classic rags-to-riches story, where an enterprising young person turns a smart idea into a globe-straddling company and along the way makes fortunes for those investors perspicacious enough to see the idea's value early on. Yet it is also thoroughly democratic and rather oddly antiestablishment because it opens up these investment opportunities-which were previously limited to the already wealthy-to ordinary folks".

<sup>84</sup> Al 30 giugno 2019, a sei anni dalla sua introduzione, solo 401 imprese hanno attivato campagne di *crowdfunding* autorizzate, raccogliendo 82,7 milioni di euro complessivi, mentre le operazioni VC di *early stage* ed *expansion* registrate nel solo anno dal luglio 2018 al luglio 2019 ammontano ad oltre 1,19 miliardi di euro, v. POLITECNICO DI MILANO, *La finanza alternativa e le PMI in Italia. Secondo quaderno di ricerca*, 30 novembre 2019, disponibile al sito [www.osservatoriocrowdinvesting.it](http://www.osservatoriocrowdinvesting.it), ultimo accesso il 30 dicembre 2019, 19 ss. (per i dati relativi al *crowdfunding*) e 51 ss. (per i dati relativi al VC). A livello europeo v. CAMBRIDGE UNIVERSITY-CENTER FOR ALTERNATIVE FINANCE, *Shifting Paradigms. The 4th European Alternative Finance Benchmarking Report*, disponibile al link <https://www.jbs.cam.ac.uk/faculty-research/centres/alternative-finance/publications/shifting-paradigms/#.Xgjb1C2h3kI>, ultimo accesso il 30 dicembre 2019, secondo il quale l'ammontare complessivo dell'*equity crowdfunding* a livello europeo è inferiore a 500 milioni di euro annui (a fronte di 2,5 miliardi di euro nel solo 2017 per il solo *consumer lending*).

successo, che continueranno a finanziarsi tramite i canali “privati” del VC che, oltre a essere gestito da soggetti maggiormente in grado (per competenze già acquisite e investimenti che possono sopportare) di individuare le iniziative realmente profittevoli<sup>85</sup>, offre notevoli vantaggi in termini di ampia autonomia delle parti (là dove consentita dal diritto societario applicabile) e requisiti regolamentari del tutto assenti<sup>86</sup>. A ciò si aggiunga che, anche là dove previsto, il limite posto alle campagne di *crowdfunding* è così basso da consentire un finanziamento di nuove imprese solo al loro primissimo stadio, così che tutte le imprese *crowdfunded* si troveranno, presto o tardi, a necessitare di finanziamenti che potranno reperire solo tramite i canali VC. Il problema è che all'intervento dei VC si accompagnerà, inevitabilmente, una notevole diluizione dei *crowdfunders* che, così, in assenza di specifiche clausole anti-diluizione (che non sono in grado di contrattare)<sup>87</sup>, anche in ipotesi di successo dell'impresa finanziata si troveranno a non beneficiarne, o a beneficiarne solo marginalmente<sup>88</sup>.

In secondo luogo, il legislatore ha operato secondo una tecnica di “eccezioni e distinzioni” sulla base di un corpo, quello codicistico, che soprattutto per le s.r.l. è del tutto inadatto, e anzi ostile, a recepire le clausole normalmente contenute nei contratti di finanziamento stipulati con i VC.

e. *Le conseguenze della riforma: lo sfumarsi della distinzione tra tipi e le conseguenze sul piano interpretativo*

Il quinquennio di riforme 2012-2017, lo si accennava, ha grandemente indebolito, sino quasi ad annullarla, la valenza normativa del tipo s.r.l.<sup>89</sup>, facendo venir meno, quantomeno in potenza e per la quasi totalità delle s.r.l. rientranti nella nozione di P.M.I., una delle sue caratteristiche fondamentali: il divieto di reperire finanziamenti sul mercato dei capitali. In tal modo il nostro ordinamento, seppure alquanto erraticamente, sembra essersi avviato verso un progressivo abbandono del secolare sistema tedesco basato su una distinzione tipologica tra s.p.a. e s.r.l. senza però approdare a lidi conosciuti. L'alternativa al sistema dualistico, infatti, sarebbe stata quella degli ordinamenti inglese e statunitense, in cui la distinzione tra *private companies/close corporations* e *public companies/corporations* non è tra tipi, ma tra tipo

---

<sup>85</sup> Tale affermazione sembra essere confermata dai dati raccolti rinvenuti in POLITECNICO DI MILANO, 4° *Report italiano sul crowdfunding*, luglio 2019, disponibile al sito [www.osservatoriocrowdfunding.it](http://www.osservatoriocrowdfunding.it), 27-38.

<sup>86</sup> Cfr. M.B. DORFF, *The Siren Call*, cit., 497, 506 e nt. 115, ove bibliografia sul punto, oltre che, più nel dettaglio, 517 ss.

<sup>87</sup> Su cui v. *infra* il § 3d.

<sup>88</sup> Così M.B. DORFF, *The Siren Call*, cit., 498 e, più nel dettaglio, 515 ss.; sul punto v. inoltre J.S. WROLDSEN, *The Social Network and the Crowdfund Act: Zuckerberg, Saverin, and Venture Capitalists' Dilution of the Crowd*, in *Vand. J. Ent. & Tech. Law.*, 2013, 583 ss., in part. 583.

<sup>89</sup> Sulla valenza normativa del tipo v., oltre ovviamente a P. Spada, *La tipicità delle società*, con più specifico riferimento alla s.r.l. le osservazioni di G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, cit., 15 ss.

generale e sottotipo, o tra “modelli” nell’ambito di un medesimo tipo<sup>90</sup>. In entrambi i casi, però, il rapporto tra tipo e sottotipo è concepito al fine di garantire alle società che non intendono finanziarsi sul mercato il massimo grado di libertà statutaria possibile.

L’attuale distinzione tra s.r.l. e s.p.a. frutto delle recenti riforme, invece, pur formalmente non intervenendo sulla distinzione tra tipi, si è limitata, in estrema sintesi e con non poche incertezze, a concedere anche alla s.r.l. quel grado di libertà nell’organizzazione della propria struttura finanziaria che la Riforma del 2003 aveva garantito alla s.p.a. Ciò, però, senza minimamente toccare tutto quel complesso di norme, molte delle quali espressamente inderogabili, che la stessa Riforma del 2003 aveva dettato per la s.r.l. sul presupposto dell’inesistenza di tale articolata struttura finanziaria e, a cascata, dell’omogeneità tipologica dei soci, tutti interessati alla gestione dell’impresa sociale. Nel fare ciò, però, il legislatore ha ommesso di considerare che sino al 2012 numerose questioni interpretative che si ponevano in tema di s.r.l., a partire dalla individuazione delle norme imperative in quanto caratterizzanti il tipo sino alla possibilità di applicare analogicamente le norme dettate per altri tipi sociali, potevano tenere a punto fermo alcune caratteristiche tipologiche ben definite e consolidate del tipo sociale, prima tra tutte quella della impossibilità di configurare “soci investitori”. Di qui, come si vedrà, il fiorire di diverse ricostruzioni interpretative orientate nel senso di considerare come fatto compiuto la avvenuta assimilazione della s.r.l. “PMI” alla s.p.a. e, quindi, favorevoli a sostenere la possibilità di applicare analogicamente le norme della seconda alla prima, anche in contrasto con le disposizioni dettate dal codice civile per le s.r.l. “tradizionali”<sup>91</sup>.

---

<sup>90</sup> Seppur secondo una logica inversa, dato che nel Regno Unito il tipo generale è costituito dalla società chiusa, con la *public corporations* come sottotipo, mentre negli Stati Uniti è la *close corporation* a costituire un sottotipo del tipo generale, tendenzialmente aperto. Sulle motivazioni storico-politiche di tale differenziazione, riconducibili in sintesi alla volontà del Regno Unito di sottrarre quante più società possibili dall’applicazione delle Direttive Europee, v. *supra* il § 1b.

<sup>91</sup> Cfr., con chiarezza e dovizia di argomentazioni, P. BENAZZO, *Start up*, cit., 479, favorevole a “una tendenziale estensione, in via analogica, dello statuto azionario in misura proporzionalmente rapportata alla conformazione in chiave aperta (vale a dire rivolta al mercato dei capitali) della struttura proprietaria della s.r.l. innovativa”, così ipotizzando “l’esistenza di uno statuto comune dell’impresa comunque aperta al mercato, azionaria e non, che si caratterizzi per un’inversione del rapporto di prevalenza tra norme dispositive (e suppletive) e norme imperative (e indisponibili)”, oltre che “un’applicazione estensiva (e non già analogica) anche alla s.r.l. di tutti quegli istituti e di quelle norme, propri del modello azionario, tipicamente pensati e destinati a salvaguardia dell’integrità patrimoniale (quest’ultima strettamente collegata al beneficio della responsabilità limitata), vuoi di un’eterotutela in favore di soci meramente investitori” (*ivi*, 490).

Per la possibilità di interpretare le norme di s.r.l. *start-up* alla luce dei principi dettati in tema di s.p.a. v. già lo spunto in M. MALTONI-P. SPADA, *L’impresa start-up innovativa costituita in società a responsabilità limitata*, in *Riv. not.*, 2013, I, 1113 ss., in part. 1121, i quali, però, negano che la s.r.l. *start-up* innovativa possa costituire un “tipo” a sé stante, argomentando dalla

Si ritiene, però, che le appena accennate ricostruzioni, che si avrà modo di affrontare più nel dettaglio nel prosieguo<sup>92</sup>, scontentino il non trascurabile inconveniente di ancorare il giudizio circa il grado di inderogabilità di una disposizione a un criterio, quello tipologico, che oltre ad essere per sua stessa natura indeterminato e graduale, si fonda su indici normativi contrastanti. Da un lato un sistema codicistico che ancora eleva a presupposto tipologico il divieto di ricorso al mercato e la rilevanza centrale dei soci. Dall'altro leggi speciali che, invece, intervenendo settorialmente su alcuni aspetti dell'organizzazione finanziaria dell'impresa in forma di s.r.l., individuano nella possibilità di aprirsi al mercato la caratteristica fondante delle "nuove" s.r.l.

Sulla base di tali indici normativi è giocoforza ritenere che qualsiasi soluzione prescelta non soddisfi quelle esigenze di certezza e prevedibilità che sono alla base di tutto il diritto societario<sup>93</sup>. A ciò si aggiunga che, anche a volerle considerare normativamente fondate, le ricostruzioni cui si accennava si risolvono, da un punto di vista effettuale, nella sostituzione di un sistema di norme imperative, quello della s.r.l., con un altro sistema, quello della s.p.a., così non rispondendo a quell'esigenza di libertà e autonomia che presupposto e fine di ogni fenomeno di *venture capital*.

f. *Il vincolo delle direttive europee in materia societaria*

Le direttive europee in materia societaria hanno dato per presupposto la distinzione, esistente in alcuni Stati membri al momento della loro attuazione, tra due tipi di società di capitali basata (anche) sul grado di apertura al mercato. Per quanto riguarda lo specifico caso italiano ciò ha portato all'espressa applicabilità delle direttive alla sola s.p.a.

Al riguardo è peraltro interessante quanto accaduto nell'ordinamento inglese che, per sottrarre la maggior parte delle companies dall'applicazione delle rigorose norme europee, con il Companies Act del 1980 ha capovolto il proprio sistema originario che, come si è visto, vedeva nella *public company* la regola e nella *private company* l'eccezione<sup>94</sup>.

---

temporaneità delle deroghe al diritto societario. Analogamente, nel senso di un'estensione analogica delle norme in tema di s.p.a., I. CAPELLI, *L'equity based crowdfunding e i diritti del socio*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, 2014, 17; M. CIAN, *Le start-up innovative a responsabilità limitata: partecipazioni, altri rapporti partecipativi e nuovi confini del tipo*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2014, 1178 ss., in part. 1180 ss.; E. FREGONARA, *L'equity based crowdfunding: un nuovo modello di finanziamento per le start up innovative*, in *Giur. it.*, 2016, 2278 ss., in part. 2302, ove riferimenti bibliografici;

<sup>92</sup> V. *infra* il § 3e.

<sup>93</sup> Ancora attuali le considerazioni sul punto di G. ZANARONE, *Società a responsabilità limitata*, cit., 19 ss. e, più recentemente in G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, cit., 56.

<sup>94</sup> V. sul punto G. ZANARONE, *Società a responsabilità limitata*, cit., 66 nt. 3.

Si pone allora l'interrogativo se una liberalizzazione della s.r.l. sotto il profilo della possibilità di ricorrere al mercato dei capitali (e, financo, di veder negoziate le proprie quote in un mercato regolamentato) non comporti una violazione delle norme europee, creando, nei fatti, una nuova "public company" al di fuori del perimetro di applicazione delle norme europee.

#### 4. Il finanziamento delle imprese startup nell'esperienza "modello" statunitense

##### a. I problemi regolatori alla base del rapporto contrattuale tra socio fondatore e finanziatori esterni

Il finanziamento di un'impresa startup è compito non facile e complesso, visto che l'ente finanziato si riduce spesso meramente ad un'idea e ad un team composto da soggetti innovatori. La conformazione delle condizioni di finanziamento risulta fortemente condizionata dagli interessi, potenzialmente confliggenti, facenti capo all'imprenditore e all'investitore. Innanzitutto, il finanziatore potrebbe interrogarsi sulle ragioni per le quali il fondatore non abbia ancora ottenuto mezzi finanziari da un investitore concorrente: un problema di selezione avversa potrebbe spiegare la richiesta di finanziamento avanzata dall'imprenditore. Inoltre, il finanziatore è esposto al rischio di azzardo morale da parte del fondatore, il quale potrebbe opportunisticamente utilizzare le somme erogate per finalità estranee allo sviluppo del progetto imprenditoriale o, più semplicemente, non dedicare sufficienti sforzi ed energie in vista del raggiungimento degli obiettivi aziendali concordati.

L'operazione di finanziamento è, quindi, strutturata in modo tale da evitare siffatto problema di *underinvestment* da parte del fondatore. Considerato che il finanziatore non è in grado di misurare la quantità e qualità degli sforzi lavorativi profusi dal fondatore sino a quando una qualche creazione di valore divenga tangibile, il finanziamento è strutturato per fasi (o *milestones*) secondo un principio di remunerazione per prestazione (*reward for performance*), ove il raggiungimento di certi obiettivi di prestazione può incentivare il finanziatore a fornire ulteriore capitale di rischio e/o di debito. Al fine di tutelare l'investimento ed il conseguente principio di remunerazione per prestazione, i diritti patrimoniali ed amministrativi vengono assegnati in modo tale da consentire al fondatore di poter beneficiare del lavoro svolto soltanto a creazione di valore compiuta, ossia quando l'impresa viene alienata sul mercato o promossa un'offerta pubblica iniziale (*IPO*). In tal modo, il fondatore viene "fidelizzato", mentre l'investitore riceve diritti amministrativi che consentono la nomina di uno o più amministratori e l'acquisizione del pieno controllo della società se il rendimento sia insoddisfacente e tale da richiedere un'interruzione o vendita d'attività. Dall'altro lato, qualora si verifichi invece l'attesa creazione di valore, l'imprenditore monetizza appieno l'investimento fatto, appropriandosi così dei benefici del lavoro svolto. Siffatti complessi rapporti di agenzia debbono essere governati tramite adeguati meccanismi contrattuali, che a livello societario prevedono principalmente l'impiego di obbligazioni convertibili e di azioni privilegiate convertibili.

b. *I protagonisti del finanziamento di startup: l'early stage, FFFs e Business Angels*

Nel mondo startup statunitense, i fondi necessari per lo sviluppo dell'idea imprenditoriale provengono inizialmente dai fondatori stessi ("*bootstrapping*"), nonché da un gruppo di soggetti noto sotto l'acronimo *FFF*, che sta per *family, friends and fools* (famiglia, amici e folli). Detti investitori iniziali acquistano azioni ordinarie, condividendo i medesimi diritti e rischio dell'imprenditore fondatore, e ciò in ragione del fatto che sia le relazioni personali esistenti tra di loro che l'ammontare (modesto) dell'investimento scoraggiano l'avvio di più costose e sofisticate negoziazioni contrattuali. La società viene, di prassi, costituita nel Delaware o, meno frequentemente, nello stato d'origine del fondatore, anche se l'arrivo di investitori da luoghi differenti da quello dello stato d'origine aumentano le probabilità di un successivo trasferimento di sede nel Delaware. Anche per tali ragioni, i documenti contrattuali standard predisposti dalla *National Venture Capital Association* si riferiscono ad una ipotetica startup del Delaware.

Il dominio del diritto societario del Delaware è oggetto di ampio approfondimento dottrinale, che a supporto ha avanzato differenti ragioni esplicative, tra cui spiccano la presenza di un apparato giudicante altamente competente e specializzato, di effetti di rete e di apprendimento, nonché di influenti gruppi d'interesse. Qualunque sia il fondamento di tale predominio, il diritto societario del Delaware è caratterizzato da un forte ed autentico riconoscimento dell'autonomia privata. In generale, è un sistema largamente *enabling* in linea con un approccio contrattualistico e non paternalistico, molto "differente da quello che rinvenibile in un Paese di *civil law*, che molto probabilmente è dotato di un diritto societario prescrittivo pieno di clausole inderogabili specificanti esattamente come le società debbono condurre i propri affari"<sup>95</sup>. Infatti, il carattere flessibile e autorizzativo del diritto societario statunitense in generale, e di quello del Delaware in particolare, hanno indubbiamente favorito il finanziamento di imprese startup con modalità e strumenti, soprattutto se paragonati alla situazione normativa italiana, forse non sufficientemente apprezzati dalla *investor community* d'oltreoceano.

A seguire il gruppo degli *FFFs*, nella seconda fase (*round*) di finanziamento intervengono singoli soggetti o gruppi di soggetti facoltosi (c.d. *angels*), che talvolta forniscono anche consulenza alla società finanziata. Un tipico *round* di finanziamento erogato dagli *angels* varia tra centomila ed un milione di USD. Gli *angels*, molto spesso, sottoscrivono un accordo di investimento, anche se più semplificato rispetto agli accordi contrattuali disciplinanti un'operazione di *venture capital* (*VC*). In passato, gli *angels* usavano investire in azioni, mentre oggi ricorrono a strumenti di investimento più protettivi, come, ad esempio, obbligazioni convertibili con rapporto di conversione sotto la pari (*seed debt*) o azioni privilegiate convertibili (*seed equity*).

---

<sup>95</sup> In questi termini si esprime l'ex giudice capo della *Delaware Supreme Court*, LEO E. STRINE JR., *The Delaware way: how we do corporate law and some of the new challenges we (and Europe) face*, in *Del. Jour. Corp. Law*, 2005, 674.

Con riferimento alle obbligazioni convertibili, al fine di ridurre i costi di transazione e di gestione, in tante operazioni di finanziamento detti strumenti finanziari vengono “trasformati” in c.d. *SAFE* (*simple agreement for future equity*), ovvero strumenti rispetto ai quali le caratteristiche tipiche del titolo obbligazionario quale capitale di debito sono state eliminate e l’opzione di conversione invece conservata. La logica sottesa a questi strumenti è quella di consentire agli *angels* di esercitare il diritto di conversione contestualmente all’intervento del *VC*, acquisendo così una quota di partecipazione ad un prezzo scontato rispetto al corrispondente valore dell’impresa. In altre parole, gli *angels* prefinanziano la società con l’aspettativa dell’ingresso dei *VCs* e ad un prezzo che riflette la futura valutazione dell’impresa da parte dei *VCs* stessi, lucrando in tal modo un premio sotto forma di sconto di conversione.

Le azioni privilegiate convertibili, invece, sono strumenti di finanziamento tipici del *round* di investimento di Serie A utilizzati dai *VCs*. Detti strumenti attribuiscono agli *angels* un vantaggio rispetto alle obbligazioni convertibili: infatti, mentre con quest’ultimi o con strumenti assimilabili (tipo *SAFE*) il prezzo di conversione dipende dalla valutazione della startup fatta dal *VC*, tramite l’investimento in capitale di rischio sono gli stessi *angels* a procedere alla relativa stima e a fissare “anticipatamente” la loro quota di partecipazione in società molto prima dell’intervento dei *VCs*.

c. *L’intervento dei VCs*

I fondi di *VC* tendono a fare investimenti corposi e, per tale ragione, intervengono normalmente in un momento successivo a quello degli *FFFs* ed *angels*. I *VCs* investono nell’impresa startup in modo incrementale al raggiungimento di determinati obiettivi ben identificati. In corrispondenza di ogni fase di finanziamento nuovi investitori possono aggiungersi, in questo modo creando una struttura finanziaria complessa formata dalla presenza di diverse categorie di azioni e conseguenti possibili conflitti d’interesse tra gli investitori stessi. Esempi di articolati modelli contrattuali, generalmente utilizzati dai *VCs* in occasione delle diverse fasi di finanziamento, vengono predisposti dalla *National Venture Capital Association*.

I *VCs* ricorrono alle azioni privilegiate quale strumento di investimento preferito, acquisendo così diritti e tutele speciali rispetto ai soci ordinari. Tali azioni privilegiate attribuiscono generalmente, quale protezione positiva in caso di successo dell’impresa, un diritto di preferenza nella distribuzione degli utili (*upside protection*) e, quale protezione negativa in caso di insuccesso, una preferenza nella ripartizione del residuo di liquidazione (*downside protection*). Inoltre, è ricorrente che gli accordi di investimento prevedano il diritto all’assegnazione di utili cumulativi che, se non distribuiti, progressivamente vanno ad accrescere la finale preferenza liquidatoria, nonché di opzioni di conversione in azioni di categoria diversa, di clausole anti-diluzione, di diritti di prelazione o di riscatto, di patti di trascinarsi e/o di accordamento e di diritti di nomina di uno o più amministratori.

Visto che frequentemente le preferenze liquidatorie eccedono l'originario prezzo di acquisto della quota di partecipazione, le azioni privilegiate dei VCs, di fatto, attribuiscono diritti patrimoniali paragonabili a quelli spettanti ai sottoscrittori di strumenti di debito, tanto è vero che possono verificarsi situazioni nelle quali tali investitori preferiscono la liquidazione (e l'incasso del relativo premio di liquidazione) rispetto alla continuazione della società. In ogni caso, i VCs optano preferibilmente per le azioni privilegiate, dato che quali titolari di capitale di rischio possono controllare l'attività e le decisioni societarie con modalità non accessibili ai titolari di meri titoli di debito (ad esempio, a mezzo del riconoscimento di diritti di veto su operazioni straordinarie, etc.). I VCs, già prima di investire, pianificano il loro *exit*, il può assumere la forma della cessione della quota di partecipazione (dopo una iniziale quotazione o un *trade sale* del portafoglio di investimenti), del riscatto a seguito dell'esercizio di un'opzione di vendita o, infine, conseguire alla liquidazione della società.

d. *L'importanza di un sistema "enabling"*

La struttura degli accordi di finanziamento VC, sopra sommariamente descritta, è caratterizzata da una serie di conflitti usualmente regolati secondo un sistema di incentivi e contro-incentivi analiticamente descritti dalla dottrina di L&E<sup>96</sup>.

Dal punto di vista dell'osservatore europeo-continentale, però, è necessario porre particolarmente in risalto il ruolo che nella vicenda dello sviluppo del VC ha svolto il carattere fondamentale dispositivo del diritto statunitense e, in particolare, del diritto societario del Delaware. A dire il vero anche negli Stati Uniti si sono registrati dei tentativi di approntare specifici set normativi dedicati alle "*close corporations*" che, però, non hanno avuto il successo sperato, soprattutto nell'ambito del VC<sup>97</sup>. Ed infatti, i problemi che caratterizzano la relazione tra *Venture Capitalist* e imprenditore finanziato costituiscono nient'altro che una sottospecie di quelli che, più in generale, sono specifici delle società chiuse, in cui il vero problema non concerne la relazione tra amministratori e soci, come invece accade nelle società aperte, ma i

---

<sup>96</sup> Per una panoramica v. P. GOMPERS-J. LERNER, *The venture capital revolution*, in *Journ. Econ. Perspect.*, 2001, 145 ss.; P. GOMPERS-W. GORNALL-S.N. KAPLAN-I.A. STREBULAEV, *How do venture capitalists make decisions?*, NBER Working Paper No 22587/16. <https://www.nber.org/papers/w22587>, ultimo accesso il 30 dicembre 2019 ; S.N. KAPLAN-J. LERNER, *Venture capital data: opportunities and challenges*, NBER Working Paper No 22500/16. <https://www.nber.org/papers/w22500>, ultimo accesso il 30 dicembre 2019.

<sup>97</sup> Cfr. S.W. STEVENSON, *The venture capital solution to the problem of close corporation shareholder fiduciary duties*, in *Duke Law Journ.*, 2001, 1139 ss., in part. 1142 ss.; R.P. BARTLETT III, *Venture Capital, Agency Costs, and the False Dichotomy of the Corporation*, in *UCLA Law Rev.*, 2006, 37 ss. Nel senso che tali interventi normativi avrebbero eccessivamente ridotto la flessibilità del modello originario della corporation v. T.J. WORTMAN, *Unlocking lock-in: limited liability companies and the key to underutilization of close corporation statutes*, in *NY Univ. Law Rev.*, 1995, 1362 ss.

conflitti tra soci<sup>98</sup>. Nel diritto statunitense, e più nello specifico nel diritto della corporation del Delaware, l'ampia autonomia statutaria e la flessibilità del sistema hanno costituito una valida soluzione a tali problemi senza la necessità di ricorrere alla predisposizione di tipi societari all'uopo predisposti o, soprattutto, a regole imperative di stampo paternalistico dirette a proteggere una o l'altra parte dell'accordo<sup>99</sup>. Conseguentemente, l'autonomia statutaria garantita dalla disciplina generale delle *corporations* è stata più che sufficiente, sotto il profilo normativo, a consentire un mercato di VC perfettamente in grado di finanziare startup. Solo quando le regole della *corporations* (soprattutto sotto i profili dei *fiduciary duties* e della dottrina delle *corporate opportunities*) si sono dimostrate d'impaccio, l'esplosione delle LLC (*Limited Liability Company*) ha costituito una valida alternativa per gli investimenti in cerca di una totale libertà statutaria<sup>100</sup>. A livello statistico, però, i VC normalmente investono in corporation e non in LLC, in cui alcuni problemi di carattere fiscale e procedurale inducono ad una trasformazione in *corporation* prima dell'*exit*<sup>101</sup>.

Come già fatto presente la struttura di finanziamento di una startup, con numerosi round di emissioni di *equity* legati da reciproci rapporti di privilegio/subordinazione, costituisce un fertile terreno per l'insorgere di conflitti tra le diverse categorie di investitori<sup>102</sup>. In ciò l'unico spazio di vera imperatività che caratterizza il diritto societario del Delaware con riferimento agli accordi VC discende dall'ineliminabile conflitto tra azionisti ordinari (gli imprenditori) e privilegiati (i VC) nelle situazioni in cui, a causa di privilegi in sede di liquidazione, questi ultimi sono incentivati alla liquidazione mentre i primi, che corrono il rischio di veder azzerato il proprio investimento, spingono per la prosecuzione dell'attività. Si è posto quindi il problema se gli amministratori, in esecuzione dei loro doveri fiduciari, devono proteggere gli interessi degli azionisti ordinari nel momento in cui gli azionisti privilegiati esercitano i loro diritti, pur contrattualmente stabiliti, a detrimento degli interessi dei primi. Al momento la giurisprudenza del Delaware è orientata nel senso

---

<sup>98</sup> Cfr. J.A. MCCAHERY-E.P.M. VERMEULEN, *Corporate governance of non-listed companies*, Oxford University Press, Oxford, 2008, 31 ss.; M. FACCIO-L.H.P. LANG, *The ultimate ownership of Western European corporations*, in *Journ. Fin. Econ.*, 2002, 365 ss.

<sup>99</sup> Nella dottrina europea, nel senso dell'importanza di un diritto societario flessibile, quantomeno per le società finanziate da VC, v. T. BAUMS, *Company law reform in Germany*, in *Journ. Corp. Law Stud.*, 2003, 181 ss., in part. 182.

<sup>100</sup> Cfr., per una panoramica, J.R. MACEY, *The limited liability company: lessons for corporate law*, in *Wash. Univ. Law Q.*, 1995, 433 ss.; L.E. RIBSTEIN, *The rise of the unincorporation*, Oxford University Press, Oxford, 2010, 119 ss.

<sup>101</sup> Cfr. L.E. RIBSTEIN, *The rise of the unincorporation*, cit., 237-238. V. però O. ELGAR-J. GRENNAN-K. WALDOCK, *Common ownership and startup growth*, *Duke Law School Public Law & Legal Theory Series* No 2019-42, <https://ssrn.com/abstract=3406205>, ultimo accesso il 30 dicembre 2019, che presentano dati statistici secondo i quali le LLC, pur essendo una minoranza, registrano tuttavia una presenza significativa.

<sup>102</sup> Cfr. E. POLLMAN, *Startup governance*, cit., 33; in giurisprudenza v. *Benchmark Capital IV, L.P. v. Vague*, No. Civ. A. 19719, 2002 WL 1732423 (Del. Ch. July 15, 2002).

che, nell'ipotesi in cui, nonostante l'assenza di valore per gli ordinari, l'impresa sociale ha ancora un valore, sussiste un conflitto di interessi tra i privilegiati, dotati di una preferenza di liquidazione "in-the-money" e gli ordinari, invece "underwater". Da questa situazione deriva che, nelle ipotesi (pressochè la totalità) in cui la maggioranza degli amministratori sia nominata dal VC, lo standard di condotta passa dalla permissiva *business judgment rule* alla più rigorosa *entire fairness*<sup>103</sup>.

Il diritto del Delaware, quindi, a parte l'eccezione particolarmente rigorosa dei doveri fiduciari degli amministratori<sup>104</sup>, appare, almeno agli occhi di un osservatore europeo-continentale, molto più amichevole nei confronti dell'autonomia statutaria.

## 5. La "nuova" s.r.l. e le esigenze del VC

Nella sezione che precede sono state esposte le caratteristiche principali dei contratti di finanziamento utilizzati nelle diverse fasi di finanziamento delle imprese in fase di start-up. In questa sezione si esporranno i problemi di recepimento di tali contratti nell'ambito dell'ordinamento italiano, così come riformato a seguito del quinquennio 2012-2017. Ne emergerà un quadro in cui, a nostro giudizio si ha la conferma di quanto già osservato, ossia della mancanza di una chiara impostazione strategica della riforma e, quindi, della insostenibilità logica di un sotto-sistema (quello delle "nuove" s.r.l. aperte al finanziamento esterno) costruito come eccezione al sistema generale del codice, basato su presupposti tipologici diametralmente opposti a quelli sposati dalle recenti riforme.

### a. La figura "di compromesso" dei titoli di debito

---

<sup>103</sup> V. *In re Trados Inc. S'holder Litig.*, 73 A.3d 17 (Del. Ch. 2013). E' opportuno precisare che il passaggio ad uno standard di *entire fairness* è particolarmente rilevante a livello processuale. Ed infatti, giacchè "the entire fairness standard is inherently fact-intensive, requiring evidence about process and price, it can be very difficult in that setting for directors to have litigation terminated at an early stage when the factual record has not yet been developed", così S.E. BOCHNER-A.L. SIMMERMAN, *The venture capital board member's survival guide: handling conflicts effectively while wearing two hats*, in *Del. Journ. Corp. Law*, 2016, 1 ss., in part. 8. Questo aspetto è ampiamente discusso, tra gli altri, da W.W. BRATTON-M.L. WACHTER, *A theory of preferred stock*, in *Univ. Pa. Law Rev.*, 2013, 1815 ss., in part. 1874 ss.; R.P. BARTLETT III, *Shareholder wealth maximization as means to an end*, in *Seattle Univ. Law Rev.*, 2015, 255 ss., in part. 263 ss.; C.R. KORSMO, *Venture capital and preferred stock*, in *Brook. Law Rev.*, 2013, 1163 ss.

In senso critico v. L.E. STRINE JR., *Poor pitiful or potently powerful preferred?*, in *Univ. Pa. Law Rev.*, 2013, 2025 ss. Ampiamente sul punto v. A.C. NIGRO, *Venture capital-backed firms, trade sales e tutela dell'imprenditore tra shareholder value maximization e equa valorizzazione*, tesi di dottorato discussa presso la LUISS Guido Carli, disponibile al link <http://eprints.luiss.it/id/eprint/1649>, 231 ss.

<sup>104</sup> Cfr. E. POLLMAN, *Startup governance*, cit., 56; S.M. SEPE, *Intruders in the boardroom: the case of constituency directors*, in *Wash. Univ. Law Rev.*, 2013, 309 ss., in part. 329 ss.

La disciplina dei titoli di debito dettata dall'art. 2483 c.c. costituisce, insieme a quella della postergazione dei finanziamenti soci dell'art. 2467 c.c., uno dei cardini della disciplina dell'organizzazione finanziaria della s.r.l. frutto della Riforma del 2003. Essa, anzi, fu salutata come una notevole innovazione rispetto al regime previgente<sup>105</sup>, in cui l'art. 2486 c.c. proibiva alla s.r.l. di emettere prestiti obbligazionari.

Ciò nonostante, la figura non ha trovato in pratica alcuna attuazione<sup>106</sup>. Numerosi, infatti, sono i limiti posti all'emissione: necessità di una espressa previsione dell'atto costitutivo; limitazione del mercato primario ai soli "investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale a norma delle leggi speciali"<sup>107</sup>; taglio minimo di ciascun titolo di 50.000 euro<sup>108</sup>; garanzia del primo sottoscrittore nei confronti dei successivi acquirenti, a meno che non si tratti di investitori professionali<sup>109</sup> o soci dell'emittente. Inoltre, un ulteriore irrigidimento è dato dall'art. 2383, 3° comma, c.c. secondo il quale solo la "maggioranza dei possessori dei titoli" (e non per quote di sottoscrizione del prestito<sup>110</sup>), in presenza di apposita disposizione statutaria, può approvare la variazione delle condizioni del prestito e le modalità di rimborso<sup>111</sup>.

---

<sup>105</sup> Si v. la Relazione di accompagnamento al d.lgs. 6/2003, il cui § 11 enfatizza il rilievo della nuova disciplina, chiarendo come con la sua formulazione si sia cercato "un equilibrio tra l'esigenza di rendere praticabile ed utile per le società a responsabilità limitata l'accesso a queste forme di finanziamento e quella di assicurare la necessaria salvaguardia degli interessi dei risparmiatori".

<sup>106</sup> A tutto il 2018 solo 45 s.r.l. hanno emesso titoli di debito, v. POLITECNICO DI MILANO, 5° *Report italiano sui Mini-Bond*, febbraio 2019, disponibile al link <http://www.osservatoriominibond.it/portal/minibond/documenti>, ultimo accesso il 30 dicembre 2019, 27. Nel 2013, a ben dieci anni di distanza dalla Riforma, solo il 18,90% delle s.r.l. avevano modificato i propri statuti prevedendo la possibilità di emettere titoli di debito, v. i dati citati da A. BUSANI, *Titoli di debito di s.r.l.; il bilancio dei primi dieci anni*, in *Società*, 2013, 1317 ss., in part. bibliografia citata alla nt. 5.

<sup>107</sup> Sul significato dell'espressione, che non trova riscontro in altri testi normativi, v. A. DALMARTELLO, *Sottoscrizione e circolazione dei titoli di debito di società a responsabilità limitata*, in *Riv. dir. civ.*, 2011, 125 ss. e E. FREGONARA, *Strumenti di ricorso al capitale di credito e di rischio nelle s.r.l. innovative chiuse*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2017, I, 589 ss., in part. nt. 23.

<sup>108</sup> Cfr. art. 11 Deliberazione CICR del 19 luglio 2005 e BANCA D'ITALIA, *Disposizioni per la raccolta del risparmio dei soggetti diversi dalle banche*, 8 novembre 2016.

<sup>109</sup> Sulla definizione di "investitore professionale privato" v. il Regolamento intermediari ("Regolamento recante norme di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 in materia di intermediari"), n. 20307 del 15 febbraio 2018, Allegato 3.

<sup>110</sup> Cfr. G. CABRAS, sub art. 2483, in G. NICCOLINI-A. STAGNO D'ALCONTRES (a cura di), *Società di capitali. Commentario*, III, Jovene, Napoli, 2004, 1691 ss., in part. 1703; G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, cit., 1814.

<sup>111</sup> Cfr. A. GIANNELLI, sub art. 2483, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti-L.A. Bianchi-F. Ghezzi-M. Notari, Egea-Giuffrè, Milano, 2006, 1320 ss., in part., 1347; A. LAUDONIO, *Un'organizzazione collettiva per i possessori di titoli di debito ex art. 2483 c.c.?*, in *Dir. banca merc. fin.*, 2005, I, 429 ss., in part. 443; S. PATRIARCA, *I titoli di debito della s.r.l. tra opportunità e problemi interpretativi*, Giuffrè, Milano, 2005, 80 ss.; M. STELLA RICHTER JR., *I titoli di debito nella società a responsabilità limitata*, in *Riv. soc.*, 2005, 1001 ss., in part., 1008.

Una disciplina così restrittiva si poneva in perfetta consonanza con la più volte richiamata caratteristica tipologica della s.r.l. (divieto di finanziamento presso il pubblico) e su questa base era giustificato e approvato dalla dottrina<sup>112</sup>.

*Segue: la (intervenuta) possibilità di emettere SFP*

Tutto ciò è stato posto in crisi dalle riforme del 2012-2017 che hanno consentito, invero alle sole s.r.l. start-up innovative e P.M.I. innovative<sup>113</sup>, anche a seguito dell'apporto, di soci o di terzi, di opere o servizi, strumenti finanziari forniti di diritti patrimoniale "o anche di diritti amministrativi", escluso il voto nell'ambito delle decisioni dei soci. Senza per ora entrare nel merito della effettiva utilizzabilità degli SFP nell'ambito di imprese in fase di *start-up*<sup>114</sup>, per ora interessa rilevare che nessuna norma espressamente li esclude dall'applicabilità dell'art. 2483 c.c., che se affermata<sup>115</sup> di certo li consegnerebbe allo stesso inglorioso destino dei titoli di debito. A ciò si aggiunga, comunque, che il contenuto dei diritti finanziari attribuiti a tali strumenti dovrebbe tener conto del divieto di distribuzione di utili stabilito dal d.l. 179/2012.

*Segue: il collocamento tramite crowdfunding*

In ultimo, la recente apertura<sup>116</sup> alla collocazione tramite portali di *crowdfunding* anche dei titoli di debito, appare destinata a un sostanziale insuccesso,

---

<sup>112</sup> Cfr. G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, cit., 1781; v. inoltre M. CAMPOBASSO, *I titoli di debito delle s.r.l. fra autonomia privata e tutela del risparmio*, in *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum Gian Franco Campobasso, 3, UTET, Torino, 2007, 745 ss., passim; M. PORZIO, *La società a responsabilità limitata e il mercato finanziario*, in *Riv. soc.*, 2004, 1186 ss., passim; G. PRESTI-M. RESCIGNO, *Corso di diritto commerciale*, II, Zanichelli, Bologna, 2009, 238, i quali giustificano la diversa disciplina, in punto di prestito obbligazionari, tra s.p.a. e s.r.l. in quanto orientata alla protezione del mercato, considerata la maggiore rischiosità dell'investimento in PMI, in quanto caratterizzate da controlli meno stringenti rispetto a quelli previsti per le s.p.a.

<sup>113</sup> L'art. 26, 7° comma, d.l. 179/2012 si riferisce, infatti, alle "società di cui all'art. 25, comma 2", che definisce la "impresa start-up innovativa"; la norma è poi richiamata, per le P.M.I. innovative, dall'art. 4, 9° comma, d.l. 24 gennaio 2015, n. 3 conv. l. 24 marzo 2015, n. 33. Nessun intervento su tale comma è stato invece disposto dall'art. 57, 1° comma, d.l. 24 aprile 2017, n. 50 conv. l. 21 giugno 2017, n. 96 che, invece, ai commi 2, 5 e 6 ha sostituito il mero riferimento alle P.M.I. Le ragioni di tale mancato richiamo non sono comprensibili, trattandosi con ogni probabilità di un difetto di coordinamento.

<sup>114</sup> Una qualche utilità degli SFP potrebbe emergere negli schemi di *vesting*, vista la difficoltà di utilizzare lo schema degli aumenti di capitale, v. *infra* il § 5d.

<sup>115</sup> E v., in senso affermativo, M. MALTONI-P. SPADA, *L'impresa start-up*, cit., 1130.

<sup>116</sup> Ad opera dell'art. 1, 236° comma, della l. 30 dicembre 2018, n. 145 (Legge di Bilancio per il 2019) che ha modificato l'art. 1, 5°-novies comma, T.U.F., introducendo, tra i portali di *crowdfunding*, anche quelli che abbiano come finalità la facilitazione "della raccolta di finanziamenti tramite obbligazioni o strumenti finanziari di debito da parte delle piccole e medie imprese".

dato che la sottoscrizione di tali strumenti è comunque sottoposta ai “limiti del codice civile” e, quindi, a quanto disposto dall’art. 2483 c.c.<sup>117</sup>, oltre che riservata agli investitori professionali e a categorie di investitori individuate dalla CONSOB, con disposizioni di non agevole interpretazione<sup>118</sup>. Appare poi del tutto simmetrico rispetto al regime della s.p.a. quotata ed eccentrico rispetto a quello della s.p.a. chiusa la mancata previsione, una volta ammessa la collocazione sul mercato di tali titoli, di limiti quantitativi alla loro emissione. La mancata previsione di tali limiti da parte della Riforma del 2003 era infatti stata giustificata proprio in ragione della naturale non destinazione al mercato dei titoli di debito<sup>119</sup>.

b. *La disciplina (assente) dei titoli convertibili*

Nessuna disciplina è stata dettata per il fenomeno, come si è visto centrale nelle operazioni di finanziamento delle start-up<sup>120</sup>, della convertibilità nella s.r.l., come noto invece ampiamente regolato dalle norme in tema di obbligazioni convertibili di s.p.a.

L’assenza di disciplina stona anche alla luce delle numerose opinioni che, anteriormente alle riforme del 2012-2017, negavano la possibilità per la s.r.l. di emettere titoli convertibili proprio facendo leva sul divieto di ricorrere al pubblico risparmio, sostenendo cioè che la idoneità alla circolazione dei titoli convertibili avrebbe comportato una sostanziale elusione dell’art. 2468 c.c.<sup>121</sup>. Le stesse opinioni

---

<sup>117</sup> V. però l’art. 24, 1° comma, lett. b-bis) del Regolamento *Crowdfunding* emanato dalla CONSOB, così come emendato dalla Delibera n. 21110 del 10 ottobre 2019, che sembra intendere il riferimento ai “limiti” del codice civile come riferito esclusivamente all’art. 2483, 1° comma, c.c., che invero non detta alcun limite, rinviando completamente all’autonomia statutaria.

<sup>118</sup> E v. l’art. 24, 2°-quater comma, del Regolamento *Crowdfunding*, che, nel regolare la platea di possibili sottoscrittori, dopo aver richiamato anch’esso i “limiti stabiliti del codice civile” (e quindi, verrebbe da pensare, anche la disposizione dell’art. 2483, 2° comma, c.c.) poi la estende la possibilità anche ai soggetti di cui al comma 2 (c.d. investitori di supporto) e: agli investitori non professionali che abbiano un valore di portafoglio di strumenti finanziari superiore a 250.000 euro (lett. a); agli investitori che si impegnino ad investire almeno centomila euro in una singola offerta, dichiarando per iscritto, in documento separato, “di essere consapevoli dei rischi connessi all’impegno o all’investimento previsto” (lett. b); investitori non professionali che effettuano l’investimento “nell’ambito della prestazione del servizio di gestione di portafoglio o di consulenza in materia di investimenti” (lett. c).

<sup>119</sup> Cfr. M. STELLA RICHTER JR., *I titoli di debito*, cit., 1020.

<sup>120</sup> V. *supra* il § 4. Cfr. sul punto B. BLACK-R.J. GILSON, *Venture capital and the structure of capital markets: banks versus stock markets*, in *Journ. Fin. Econ.*, 1998, 243 ss., in part. 260; R.J. GILSON-D.M. SCHIZER, *Understanding venture capital structure: a tax explanation for convertible preferred stock*, in *Harv. Law. Rev.*, 2003, 874 ss.; R.J. GILSON, *Engineering a Venture Capital Market: Lessons from the American Experience*, in *Stan. L. Rev.*, 2003, 1067 ss.; Y. LEITNER, *Convertible securities and venture capital finance*, in *Bus. Rev.*, 2009, 18 ss.

<sup>121</sup> Cfr. I. DEMURO, *Alcune osservazioni sui titoli di debito nella società a responsabilità limitata*, in *Giust. civ.*, 2004, 519 ss., in part. nt. 13; F. FIMMANÒ, *Gli strumenti finanziari nelle società a responsabilità limitata*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2005, 95 ss., in part. 99 ss.; P. SPADA, *L’emissione*

che ammettevano la possibilità di emissione, peraltro, lo facevano alla sola condizione che fosse impedito ai primi sottoscrittori di ricollocare i titoli mediante sollecitazione all'investimento<sup>122</sup>. Tali argomentazioni, però, devono probabilmente essere rimediate, essendo venuto meno, quantomeno parzialmente a seguito delle recenti riforme, il presupposto tipologico su cui esse si fondavano: il divieto per la s.r.l. di ricorrere al pubblico risparmio.

Anche se ammessi, comunque, i titoli di debito convertibili - e probabilmente, come si è visto, anche gli SFP convertibili - rischierebbero di essere sottoposti alle limitazioni dettate dall'art. 2483 c.c. Essi, inoltre, difetterebbero totalmente di una disciplina analoga a quella degli artt. 2420-*bis* c.c. in tema di operazioni straordinarie compiute dall'emittente nel periodo di conversione, a meno che non si ritenesse di poterla applicare analogicamente<sup>123</sup>, sicché potrebbe anche al limite sostenersi che, in difetto di previsione del regolamento di emissione, ogni operazione possa legittimamente essere ostacolata anche da un solo obbligazionista convertibile ad essa contrario<sup>124</sup>. Il vuoto di disciplina comporterebbe invece con certezza la non necessità, a differenza di quanto accade per la s.p.a., di deliberare un aumento di capitale a servizio del diritto di conversione contemporaneamente all'emissione del prestito, così paradossalmente ricadendosi nella stessa situazione di incertezza che

---

*di titoli di debito nella nuova s.r.l.*, in *Riv. soc.*, 2003, 799 ss., in part. 806; M. STELLA RICHTER JR., *I titoli di debito*, cit., 1001; G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, cit., 1797. Ma per una convincente critica v. M. CAMPOBASSO, *I titoli di debito delle s.r.l. fra autonomia privata e tutela del risparmio*, in *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum Gian Franco Campobasso, 3, UTET, Torino, 2007, 745 ss., in part. 786-787, il quale peraltro osservava come i titoli di debito convertibili avrebbero potuto "presentare profili di interesse per consentire l'intervento finanziario di investitori professionali nelle piccole e medie imprese particolarmente innovative e ad alto potenziale di sviluppo".

<sup>122</sup> Cfr. ASSOCIAZIONE DISIANO PREITE, *Il diritto delle società*, Il Mulino, Bologna, 2004, 272; A. BARTALENA, sub art. 2480, in G. NICCOLINI-A. STAGNO D'ALCONTRES (a cura di), *Società di capitali. Commentario*, III, Jovene, Napoli, 2004, 1648; G. CABRAS, sub art. 2483, cit., 1697; O. CAGNASSO, *La società a responsabilità limitata*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. Cottino, V, UTET, Torino, 363; S. LUONI, *Obbligazioni. Strumenti finanziari. Titoli di debito nelle società di capitali*, Zanichelli, Bologna, 2010, 443; G.B. PORTALE, *Società a responsabilità limitata e mercato dei capitali*, in A.A. DOLMETTA-G. PRESTI (a cura di), *S.r.l. Commentario*, Giuffrè, Milano, 2011, 994 ss., in part. 999-1000; in senso dubitativo, M. RESCIGNO, *La nuova società a responsabilità limitata*, in M. Rescigno-A. SCIARRONE ALIBRANDI, *Il nuovo diritto delle società di capitali e delle società cooperative*, Giuffrè, Milano, 2004, 275 ss., in part. 287.

<sup>123</sup> Per la soluzione negativa, ma ancorata alla concezione di una s.r.l. "chiusa", v. G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, cit., 405. In senso affermativo v. M. CAMPOBASSO, *I titoli di debito*, cit., 791; G.B. PORTALE, *Società a responsabilità limitata*, cit., 1000. V. sul punto S. LUONI, *Obbligazioni. Strumenti finanziari*, cit., 443 ss.

<sup>124</sup> Così M. STELLA RICHTER JR., *I titoli di debito*, cit., 1008-1009, secondo il quale la posizione dei possessori dei titoli di debito è essenzialmente estranea al rapporto sociale e, quindi l'emissione dei titoli di debito non comporta automaticamente una loro considerazione in termini di gruppo (organizzato) chiamato a decidere dei propri interessi sulla base del principio maggioritario.

caratterizzava la situazione della s.p.a. anteriormente alla novella del 1974<sup>125</sup>. Aumento di capitale che, peraltro, in presenza di clausola dell'atto costitutivo ai sensi dell'art. 2481 c.c. può essere delegato all'organo amministrativo con la fissazione di non meglio precisati "limiti e condizioni" dell'operazione<sup>126</sup>.

In ogni caso, quando anche venisse deliberato l'aumento di capitale a servizio del diritto di conversione e pur in presenza di una clausola statutaria che consentisse l'esclusione del diritto d'opzione per permettere la collocazione dei convertibili presso i *business angels* o i *venture capitalists*, l'applicabilità dell'art. 2481-bis c.c., che non sembra potersi mettere in discussione, comporterebbe la spettanza del recesso ai soci preesistenti, che potrebbero così ostacolare l'ingresso in società di un finanziatore esterno o, comunque, attuare comportamenti opportunistici<sup>127</sup>.

*Segue: l'emissione con disaggio*

In ultimo, un ulteriore ostacolo all'utilizzazione dei *convertibles* così come elaborati nella prassi del VC è sicuramente dato dalle regole sull'effettività del capitale sociale, che potrebbero ostacolare la fissazione di un tasso di conversione sotto la pari, fondamentale per creare quell'effetto "leva" su cui si basano gli investimenti in *start-up*<sup>128</sup>. Come noto, infatti, caduto il divieto di emissione sotto la pari, l'art. 2346, 5° comma, c.c. per la s.p.a., in attuazione delle norme europee<sup>129</sup> e in ciò letteralmente seguito dall'art. 2464 c.c. per le s.r.l., impone soltanto la equivalenza tra valore complessivo dei conferimenti e ammontare del capitale sociale. Ciò nonostante, la necessità di assicurare il rispetto di tale equivalenza impone, anche per le

---

<sup>125</sup> Nel senso invece della necessità di una delibera di aumento a servizio, v. G.B. PORTALE, *Società a responsabilità limitata*, cit., 1000.

<sup>126</sup> A differenza di quanto previsto dall'art. 2443 c.c. che fissa un limite temporale massimo di cinque anni alla delega e del § 55 del GmbHG, che pone un limite temporale di cinque anni e quantitativo di metà del capitale sociale. V., però, l'interpretazione correttiva proposta da COMITATO INTERREGIONALE CONSIGLI NOTARILI TRE VENEZIE, Massima n. I.G.18, *Aumento di capitale delegato all'organo amministrativo*.

<sup>127</sup> Cfr. M. STELLA RICHTER JR., *I titoli di debito*, cit., 1001; M. CAMPOBASSO, *I titoli di debito*, cit., 788 e nt. 115, ove la specificazione che la spettanza del recesso potrebbe essere condizionata all'esecuzione, tramite esercizio del diritto di conversione, del deliberato aumento di capitale; G.B. PORTALE, *Società a responsabilità limitata*, cit., 1000, che prospetta la possibilità di escludere la spettanza del recesso nell'ipotesi in cui il sottoscrittore si impegni ad offrire i titoli ai soci rispettando la disciplina del diritto di opzione.

<sup>128</sup> E' infatti possibile osservare, anche in linea generale, che il rapporto di cambio è raramente stabilito esclusivamente sulla base degli indici patrimoniali/reddituali dell'emittente al momento dell'emissione dei titoli convertibili, necessariamente riflettendo le aspettative di futuro apprezzamento dei titoli di compendio legate all'incremento patrimoniale e reddituale dell'emittente, sia permesso il richiamo sul punto a A. CAPIZZI, *Operazioni straordinarie e tutela degli investitori*, Giappichelli, Torino, 2018, 221 e la bibliografia citata alla nt. 44.

<sup>129</sup> Cfr. art. 47 Direttiva 1132/17/UE.

impostazioni più permissive, vuoi richiedendo la copertura della (sola) differenza tra valore nominale dei titoli convertendi e valore nominale delle azioni di compendio, vuoi della (maggiore) differenza tra prezzo di sottoscrizione dei titoli convertendi e capitale di compendio convertibile vincolando a tal scopo le riserve disponibili<sup>130</sup>.

*Segue: la soluzione di ripiego dei mutui con annessi patti parasociali di conversione*

In definitiva, l'assenza di un chiaro quadro normativo induce, sulla base delle informazioni in nostro possesso, numerose s.r.l. a stipulare prestiti convertibili su base para-sociale. Si tratta, in buona sostanza, di mutui in favore della società con annessi patti parasociali tra soci e finanziatori in cui i primi si obbligano, all'esercizio o al sorgere del diritto di conversione, a far sì che i secondi ottengano (tramite trasferimento o aumento di capitale riservato) le quote (dell'emittente o di società terze<sup>131</sup>) corrispondenti all'applicazione del tasso di conversione sulla somma mutuata, compensando il debito da conferimento con il credito da restituzione del *tantundem*<sup>132</sup>. Notevoli, però, gli inconvenienti che conseguono a tale struttura, primo tra tutti quello della non vincolatività per i futuri soci, oltre che della tutela esclusivamente risarcitoria in caso di inadempimento.

c. *La raccolta tramite capitale di rischio: l'esclusione del diritto di opzione e l'art. 2481-bis*

Il campo dell'aumento di capitale è uno di quelli nei quali maggiormente si avvertono le tensioni tra le esigenze propriamente capitalistiche dell'impresa con finanziatori esterni e la disciplina, in ciò assolutamente non modificata, dettata dal codice civile all'esito della riforma del 2003.

La disciplina codicistica della s.r.l. in tema di aumento del capitale, infatti, in ciò non espressamente derogata dai recenti interventi normativi "tipologicamente alieni"<sup>133</sup>, accoglie una nozione "forte"<sup>134</sup> del carattere personalistico imposto dai

---

<sup>130</sup> Per la s.p.a. la posizione più liberale in assoluto ammette un tasso di conversione sotto la pari alla sola condizione che l'ammontare del nominale dei titoli convertibili sia, grazie ad una distribuzione non proporzionale dei titoli di compendio, uguale a quello del capitale risultante dalla conversione v. A. GIANNELLI, sub art. 2420-bis, in *Commentario alla riforma delle società* a cura di Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari, Egea-Giuffrè, Milano, 2006, 257 ss., in part. 278. Altri autori richiedono invece che la differenza tra il valore reale e il valore nominale delle azioni di compendio sia coperto vincolando le riserve disponibili sino al termine del periodo di conversione, v. G.B. PORTALE, *Opzione e sovrapprezzo nella novella azionaria*, in *Giur. comm.*, 1975, I, 207 ss., in part. 213. Per un maggior approfondimento ci si permette di rimandare a A. CAPIZZI, *Operazioni straordinarie*, cit., 222.

<sup>131</sup> Cfr. G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, cit., 1798.

<sup>132</sup> V. sul punto M. STELLA RICHTER JR., *I titoli di debito*, cit.

<sup>133</sup> L'espressione è di M. MALTONI-P. SPADA, *L'impresa start up*, cit.

<sup>134</sup> V. sul punto G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, cit., 1759-1760; analogamente G. GIANNELLI, *Le modificazioni dell'atto costitutivo. Le operazioni sul capitale*, in

dettami della legge delega del 2001, tale da ricomprendere senza dubbio anche l'interesse del socio al mantenimento del proprio peso organizzativo-amministrativo. Sussisterebbe quindi per la s.r.l., a differenza che per la s.p.a., la necessità di rispettare la proporzione di ciascun socio nella partecipazione al contratto sociale. Siffatta declinazione del principio di equivalenza è logica conseguenza non tanto della scelta compiuta dal legislatore del 2003 di porre al centro la figura del socio "imprenditore", ma di escludere, impedendo il ricorso al mercato delle partecipazioni, che nella s.r.l. esistessero "soci (meramente) investitori"<sup>135</sup>.

I punti di emersione di tale principio sono individuabili nell'art. 2481-bis c.c., che, con regola particolarmente rigida nel panorama comparatistico<sup>136</sup>, per l'aumento di capitale a pagamento prevede l'obbligatorietà dell'opzione<sup>137</sup> e, in caso di diversa disposizione dell'atto costitutivo - salvo che per la ricostituzione del capitale sceso al

---

*Trattato delle società a responsabilità limitata*, diretto da C. Ibba e G. Marasà, IV, CEDAM, Padova, 2009, 339; F. GUERRERA, *Profili generali delle modificazioni dell'atto costitutivo*, in *Trattato delle società a responsabilità limitata*, diretto da C. Ibba e G. Marasà, IV, CEDAM, Padova, 2009, 219 ss., in part. 239; M. SPERANZIN, *Diritto di sottoscrizione e tutela del socio nella s.r.l.*, Giappichelli, Torino, 2012, 32 ss. e, soprattutto, 38 ss. Da ultimo v. G.P. ALLECA, *L'intangibilità della posizione del socio di s.r.l.*, in *Riv. soc.*, 2017, 1087 ss., in part. 1090, che ricollega la scelta compiuta dal legislatore all'intenzione di affermare "il forte carattere contrattuale dell'attuale s.r.l."

<sup>135</sup> Cfr. C. ANGELICI, *Soci e minoranze nelle società non quotate*, in M. PORZIO-M. RISPOLI FARINA-G. ROTONDO (a cura di), *La riforma delle società per azioni non quotate*. Atti del Convegno di Studi, Napoli, 23-24 ottobre 1998, Giuffrè, Milano, 2000, 33 ss., in part. 45 ss.

<sup>136</sup> V., ad esempio, il § 55 *GmbHG* che non prevede espressamente il diritto di opzione in capo ai soci preesistenti che, però, viene unanimemente riconosciuto in virtù di un'applicazione analogica del § 186(1) *AktG*, v. J. LIEDER, *Kommentar zu § 55*, in H. FLEISCHER-W. GOETTE (a cura di), *Münchener Kommentar zum GmbH-Gesetz*<sup>2</sup>, Beck, Berlin, 2015, Rdn. 67 ss. Ciò nondimeno, dottrina e giurisprudenza ammettono abbastanza liberamente restrizioni o addirittura l'esclusione del diritto d'opzione in presenza di ragionevoli motivi e se ciò sia necessario alla luce del principio di proporzionalità e ragionevolezza, v. il *leading case Kali + Salz*: BGH, 13.3.1978 - II ZR 142/76, in BGHZ 71, 40.

<sup>137</sup> *Rectius*, diritto di sottoscrizione; peraltro anche nel caso di quote da liberarsi in tutto o in parte mediante conferimenti in natura, v. sul punto G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, cit., 1530, nt. 8.

di sotto del minimo legale<sup>138</sup> – comunque il diritto di recesso<sup>139</sup>; nell’art. 2481-ter c.c., che nell’aumento di capitale gratuito attuato tramite passaggio da riserve a capitale impone di mantenere “immutata” la quota di partecipazione di ciascun socio<sup>140</sup>; nell’art. 2482-*quater* c.c., che per la riduzione di capitale per perdite impone il mantenimento “delle quote di partecipazione e dei diritti spettanti ai soci”<sup>141</sup>; nell’art. 2468<sup>4</sup> c.c., che per la modifica dei “diritti particolari” dei soci di s.r.l. pone il rimedio individuale ostativo del consenso dei singoli soci pregiudicati, surrogabile, nell’ipotesi di diversa statuizione dell’atto costitutivo, “in ogni caso” dal diritto di recesso *ex art.* 2373 c.c.<sup>142</sup>; nell’art. 2466, comma 2°, c.c., che consente la vendita all’incanto delle quote del socio moroso – in luogo dell’attribuzione proporzionale agli

---

<sup>138</sup> Così recuperando la soluzione che la dottrina più risalente - e oramai superata - aveva ritenuto di adottare anche nel diritto delle s.p.a. Cfr. G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, cit., 1726-1727, che richiama la relazione al d.lgs. n. 6/2003, § 11, che ha giustificato tale previsione con l’esigenza di “impedire prassi non commendevoli che la pratica ha a volte elaborato per ridurre sostanzialmente o addirittura eliminare la partecipazione della minoranza”; lo stesso autore afferma che il chiaro tenore dell’art. 2481-*bis* c.c. appare ispirato “all’esigenza di scongiurare non solo l’eliminazione, ma anche la semplice riduzione della partecipazione dei soci minoritari”; D. CORRADO, sub *art.* 2482-*ter*, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti-L.A. Bianchi-F. Ghezzi-M. Notari, Egea-Giuffrè, Milano, 2008, 1313 ss.

<sup>139</sup> Cfr. A. BARTALENA, sub *art.* 2481-*bis*, in G. NICCOLINI-A. STAGNO D’ALCONTRES (a cura di), *Società di capitali. Commentario*, III, Jovene, Napoli, 2004, 1655 ss.; S. A. CERRATO, sub *art.* 2481-2481-*ter*, in AA.VV., *Il nuovo diritto societario, commentario*, diretto da G. Cottino e G. Bonfante, O. Cagnasso, P. Montalenti, Zanichelli, Bologna, 2004, 1945 ss.; G. DE MARCHI-A. SANTUS-L. STUCCHI, sub *art.* 2481-*bis*, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti-L.A. Bianchi-F. Ghezzi-M. Notari, Egea-Giuffrè, Milano, 2008, 1179 ss.; E. FAZZUTTI, sub *art.* 2481-*bis*, in M. SANDULLI-V. SANTORO (a cura di), *La riforma delle società*, Giappichelli, Torino, 2003, 192 ss.; M. NOTARI, *Il diritto di opzione e la sua esclusione*, in A.A. DOLMETTA-G. PRESTI (a cura di), *S.r.l. Commentario dedicato a G.B. PORTALE*, Giuffrè, Milano, 2011, 914 ss.; G. RACUGNO, *Le modificazioni del capitale sociale nella nuova s.r.l.*, in *Riv. soc.*, 2003, 811 ss.

<sup>140</sup> Nel senso che la “mutazione” vietata è quella del rapporto aritmetico tra partecipazione e capitale, con conseguente conservazione della “misura per l’esercizio dei diritti connessi alla partecipazione”, v. G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, cit., 1596 e 1598-1599, ove l’individuazione della scelta “squisitamente giuspolitica” compiuta dal legislatore; v. inoltre G. DE MARCHI-A. SANTUS-L. STUCCHI, sub *art.* 2481-*ter*, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti-L.A. Bianchi-F. Ghezzi-M. Notari, Egea-Giuffrè, Milano, 2008, 1231 ss., in part. 1235 ss., ove richiami alle diverse opinioni espresse in dottrina circa la derogabilità (con il consenso di tutti i soci) o inderogabilità del principio; S. PATRIARCA, *L’aumento del capitale a titolo gratuito*, in A.A. DOLMETTA-G. PRESTI (a cura di), *S.r.l. Commentario dedicato a G.B. PORTALE*, Giuffrè, Milano, 2011, 944 ss.

<sup>141</sup> Cfr. G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, cit., 1757 ss., in part. 1760, che attribuisce alla norma “una portata strategica che va ben oltre la *sedes materiae* in cui è formulata”.

<sup>142</sup> Sul punto v. la monografia di A. DACCÒ, «Diritti particolari» e recesso dalla s.r.l., Giuffrè, Milano, 2013.

altri soci – solo in presenza di apposita clausola dell’atto costitutivo<sup>143</sup>; negli artt. 2473 c.c., in tema di recesso, e 2473-*bis* c.c., in tema di esclusione del socio, in base ai quali la quota del socio recedente o escluso può essere acquistata da un terzo solo con il consenso di tutti i soci<sup>144</sup>.

Da un punto di vista operativo, la declinazione del principio comporta che “laddove si tratti di incidere sulla pretesa di ciascun socio al mantenimento dell’assetto originario dei rapporti fra i propri e gli altrui diritti, fra la propria e le altrui partecipazioni, tale incidenza non può che prodursi con il consenso di tutti i soci, o quantomeno di quelli da essa pregiudicati”<sup>145</sup>. Stando alla lettera del codice, inoltre, solo in determinate ipotesi<sup>146</sup> sarebbe possibile superare la necessità del consenso dei soci pregiudicati tramite l’attribuzione del recesso.

La recente introduzione dei nuovi modelli di s.r.l., però, ha posto l’interrogativo se tale principio possa essere o meno derogato, dall’autonomia statutaria prima ancora che in via interpretativa. In tale modello societario, infatti, con la caduta del divieto di cui all’art. 2468, comma 1°, c.c. è, quantomeno in potenza, venuto meno il fondamentale presupposto tipologico – la non configurabilità di “soci (meramente) investitori” – assunto dalla riforma del 2003 a fondamento di tutte le disposizioni appena citate. E’ infatti proprio su queste problematiche che si registrano quelle soluzioni interpretative cui si accennava che, ponendo al centro dei propri ragionamenti l’introduzione del *crowdfunding*, argomentano la possibilità di applicare la più elastica disciplina della s.p.a. in ragione di una oramai compiuta “apertura” del tipo s.r.l.

Il superamento delle norme – senza dubbio imperative – dettate dal codice civile sul punto non è quindi frutto di un cambio di paradigma orientato a garantire, come in altri ordinamenti, alle società che non ricorrono al mercato dei capitali la massima e completa autonomia statutaria. Esso è invece frutto, nel solco di una lunga tradizione, del recupero della distinzione tra “soci imprenditori”, per cui continuerebbero a valere le regole caratterizzanti il tipo s.r.l., e “soci investitori”, divenuti tali all’esito di sottoscrizione tramite portali di *crowdfunding*, cui normalmente vengono offerte categorie di quote prive del diritto di voto e che si presume siano del tutto disinteressati al mantenimento di un (inesistente) peso organizzativo. Da tale considerazione, allora, si è ipotizzata l’applicazione analogica, nell’ipotesi di operazioni straordinarie successivamente compiute, delle regole in tema di s.p.a.<sup>147</sup> in luogo di quelle, più restrittive e ispirate al principio di equivalenza

---

<sup>143</sup> V. sul punto M. SPERANZIN, *Diritto di sottoscrizione e tutela del socio*, cit., 43 e la bibliografia alle nt. 144 e 145.

<sup>144</sup> V. sul punto M. SPERANZIN, *Diritto di sottoscrizione e tutela del socio*, cit., 44 e la bibliografia alle nt. 148 e 150.

<sup>145</sup> Così G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, cit., 1761.

<sup>146</sup> L’aumento di capitale e la modifica dei diritti particolari dei soci.

<sup>147</sup> V., ad esempio, Consiglio Notarile di Firenze, Massima 40/2012, *Start up innovativa, categorie di quote e aumento di capitale*: “Qualora la *start up* innovativa costituita in forma di società a responsabilità limitata deliberi un aumento di capitale, il diritto di sottoscrizione

in senso forte, dettate per le s.r.l. Un ulteriore appiglio normativo in tal senso potrebbe peraltro rinvenirsi nel principio di delega regolamentare stabilito dall'art. 100-ter<sup>2</sup> T.U.F.<sup>148</sup> e nell'art. 24<sup>1</sup> del Regolamento emanato dalla CONSOB, emanato in attuazione della delega<sup>149</sup>, che, quale (unico) presidio societario al rischio assunto dai sottoscrittori di quote tramite portali pone l'obbligo, per la società emittente, di prevedere nel proprio statuto il diritto di recesso o il diritto di co-vendita a favore dei sottoscrittori, per almeno tre anni, "nel caso in cui i soci di controllo, successivamente all'offerta, trasferiscano direttamente o indirettamente il controllo a terzi".

Sembra quindi possibile affermare che quello che nelle s.r.l. tradizionali costituisce un diritto soggettivo perfetto del socio al mantenimento dell'equilibrio proporzionale tra le parti del contratto sociale<sup>150</sup>, nelle nuove s.r.l. possa essere superato dall'autonomia statutaria, potendosi poi discutere se a fronte o meno di una qualche forma di compensazione in favore dei soci preesistenti.

*Segue: l'utilizzabilità delle anti-dilution clauses*

L'interesse del socio al mantenimento del proprio peso organizzativo può peraltro emergere, anziché a livello di norme imperative, nell'utilizzo da parte dell'autonomia statutaria, o più spesso parasociale, di quelle *anti-dilution clauses* così diffuse nell'esperienza anglosassone<sup>151</sup> e usualmente previste nei *term-sheet* preparati dalla *National Venture Capital Association (NVCA)*.

Per meglio comprendere la questione è però necessario distinguere tra diluizione *nominale*, che si ha quando a seguito di un aumento del capitale la si riduce la percentuale complessiva detenuta da un socio, e diluizione *sostanziale*, che si ha quando l'aumento avviene a un prezzo inferiore a quello attuale di mercato. Entrambi i fenomeni hanno rilievo nella s.r.l. e, anzi, quello della diluizione sostanziale assume caratteristiche sue proprie, dato che l'esclusione del diritto di opzione non comporta, come nella s.p.a., l'obbligatorietà del sovrapprezzo. Ne consegue che anche le clausole anti-dilutive possono proteggere sia dal primo sia dal secondo tipo di diluizione.

---

attribuito ai titolari di categorie di quote *ex art. 26, comma 2, D.L. n. 179/2012* è regolato dagli stessi principi relativi alla società per azioni".

<sup>148</sup> Ai sensi del quale "la Consob determina la disciplina applicabile ... al fine ... di tutelare gli investitori diversi dai clienti professionali nel caso in cui i soci di controllo della piccola e media impresa o dell'impresa sociale cedano le proprie partecipazioni a terzi successivamente all'offerta".

<sup>149</sup> *Regolamento sulla raccolta di capitali di rischio tramite portali on-line*, adottato dalla CONSOB con delibera n. 18952 del 26 giugno 2013, da ultimo modificato dalla delibera n. 21110 del 10 ottobre 2019.

<sup>150</sup> Così M. SPERANZIN, *Diritto di sottoscrizione e tutela del socio*, cit., 32 e già G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, cit., 1460 nt. 29 e 1532 ss.

<sup>151</sup> Sulle clausole *anti-dilution* che normalmente predispongono i VC v. C. S. BRADFORD, *Crowdfunding and the Federal Securities Laws*, in *Colum. Bus. Law Rev.*, 2012, 106 ss. Per la dottrina italiana v. L. SALVATORE, *Le start up innovative*, cit., 1549 ss.

Con riferimento alla diluizione nominale, la prima clausola che salvaguardia massimamente la posizione del beneficiario è quella definita “*full ratchet*” (i.e., letteralmente, di “incremento pieno”). In base ad essa il beneficiario ottiene, gratuitamente, il numero di azioni necessario a mantenere inalterata la propria quota di partecipazione<sup>152</sup>. La validità di tali clausole è però opinabile nell’ordinamento italiano, sia alla luce dei principi generali del diritto societario sia, nello specifico, in base al diritto delle s.r.l. Con esse, infatti, il VC trasferisce unicamente a carico dei soci “imprenditori” il rischio di diminuzione del valore dell’impresa successivamente al *round* di finanziamento che lo ha coinvolto, sicché potendosi dubitare che con essa sia violato il divieto di patto leonino<sup>153</sup>. I diritti attribuiti da tali clausole, inoltre, sembrerebbero qualificabili non solo come “diritti particolari” ex art. 2468, 3° comma c.c., con conseguente necessità di delibera unanime per la loro introduzione e modificazione, ma anche come diritti di una categoria speciale di quote, con conseguente loro trasferibilità. Esse, infine, se attuate – come invero appare l’unica alternativa possibile – mediante aumento di capitale gratuito non proporzionale, si porrebbero in contrasto con l’art. 2481-ter, comma 2°, c.c. che impone la necessaria proporzionalità di tale operazione, la cui imperatività è però discussa<sup>154</sup>.

Un’altra clausola, definita *weighted average anti dilution clause*, si basa sul concetto di media ponderata e attribuisce ai beneficiari un diritto di opzione (a pagamento) sul nuovo aumento non in base al prezzo di emissione, ma in base ad un prezzo determinato come media ponderata tra l’effettivo ammontare di risorse raccolte con il nuovo aumento rispetto a quelle raccolte antecedentemente all’aumento<sup>155</sup>. La clausola può poi essere *broad-based*, quando prende in

---

<sup>152</sup> Per un caso applicativo di una clausola del genere v. *Amazon.com, Inc. v. Hoffman*, et al, C.A. No. 22390-VCN (Del. Ch. June 30, 2009), nel quale l’attore (Amazon) deteneva una certa percentuale di titoli garantiti da una *anti-dilution clause* che prevedeva l’automatico aggiustamento del rapporto di conversione nell’ipotesi in cui l’emittente emettesse nuove azioni ad un prezzo inferiore. Nel caso di specie l’emittente aveva effettuato un aumento di capitale ad un prezzo di pochissimo superiore al rapporto di conversione e, conseguentemente, l’attore aveva agito per violazione dei doveri di correttezza e buona fede. La *Court of Chancery* del *Delaware* ha rigettato tale azione; v. anche, sempre in tema di *anti-dilution clauses* e doveri di correttezza e buona fede, *Robotti & Co., LLC v. Liddell*, C.A. No. 3128-VCN (Del. Ch. 2010); *Brio Capital L.P. v. Sanswire Corp.*, 650830/2011, NY Slip OP 52432[U] (N.Y. Sup. Ct., 2011).

<sup>153</sup> Cfr. in tal senso L. SALVATORE, *Le start up innovative*, cit., 1551 nt. 93. Ma sul punto v. più nel dettaglio *infra* il § 5c.

<sup>154</sup> Cfr., nel senso della sua derogabilità statutaria solo tramite l’introduzione (all’unanimità) di diritti particolari, CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, massima n. 155, *Diritto all’aumento gratuito più che proporzionale nelle s.r.l.* Nell’ipotesi, invece, di opzione per l’incorporazione del contenuto della clausola nei diritti attribuiti a una categoria di quote, CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, massima n. 159, *Deliberazione di aumento gratuito non proporzionale nella s.r.l.*, richiede il consenso di tutti i soci cui non venga attribuita una partecipazione proporzionale a quella già posseduta.

<sup>155</sup> Secondo la formula  $O2=O1 \times (A+B)/(A+C)$ . Dove: O2 è il prezzo di opzione garantito dalla clausola; O1 è il prezzo di sottoscrizione delle azioni detenute dal beneficiario;

considerazione, per determinare la media, tutte le azioni precedentemente emesse (ordinarie e privilegiate), oltre che i titoli convertibili. Una clausola *narrow-based*, invece, è ancor più protettiva perché calcola la media ponderata sulla base di una sola categoria di azioni. Anche per tale clausola si pone l'alternativa tra introduzione all'unanimità come diritto particolare di un socio o a maggioranza nell'ambito di una categoria speciale di quote di nuova emissione. Essa, inoltre, non sembra violare il patto leonino, dato che anche nella sua versione più ampia (*narrow-based*) suddivide il peso del minor prezzo pagato dal beneficiario su una ampia platea di soggetti<sup>156</sup>. Unico limite che, però, appare insuperabile è quello della necessaria equivalenza tra ammontare totale dei conferimenti e capitale sociale posto dall'art. 2474 c.c., sicché una eventuale emissione "sotto la pari" nei confronti del beneficiario deliberata in esecuzione della clausola dovrebbe essere in un qualche modo compensata vuoi dall'utilizzo di riserve disponibili vuoi da un maggiore esborso dei soci entranti<sup>157</sup>.

Con riferimento alla diluizione sostanziale, invece, le clausole anti-dilutive potrebbero essere formulate nel senso di imporre alla società emittente - o agli altri soci di essa, se contenute in un patto parasociale - di non emettere nuove quote (o titoli convertibili in quote) ad un prezzo inferiore a quello di mercato, se registrabile, o a quello ricavabile da una formula specificamente indicata.

*Segue: i limiti all'emissione di categorie di quote*

Il richiamo compiuto dall'art. 26, comma 2°, d.l. 179/2012 ai "limiti imposti dalla legge" che sarebbe necessario rispettare nell'emissione di categorie di quote di s.r.l. suscita numerosi e tutt'affatto semplici interrogativi.

In primo luogo, si è sostenuta la irrinunciabile presenza di soci forniti di tutti i diritti che il codice civile prevede per il socio di s.r.l., giacché, in assenza di altri organi, altrimenti si avrebbe una società priva di soci dotati di poteri di controllo tali da assicurarne un corretto andamento<sup>158</sup>.

In secondo luogo, in caso di società preesistente che avesse attribuito diritti particolari ad alcuni soci la modifica statutaria volta a consentire l'emissione di categorie di quote dovrebbe essere adottata all'unanimità<sup>159</sup> o, nel caso in cui tali diritti particolari non siano stati attribuiti, si discute se sia sufficiente la maggioranza del

---

A è il valore complessivo delle azioni emesse prima dell'aumento; B è il valore complessivo delle risorse raccolte grazie all'aumento; C è il numero totale di azioni di nuova emissione.

<sup>156</sup> Analogamente v. L. SALVATORE, *Le start up innovative*, cit., 1551 nt. 93.

<sup>157</sup> Sulle varie tecniche per far fronte ad un'emissione con disaggio v. *infra* il § 5b.

<sup>158</sup> Cfr. P. BENAZZO, *Start up*, cit., 485; M. CIAN, *S.r.l. PMI, s.r.l., s.p.a.*, cit., 838 e 843.

<sup>159</sup> Cfr. M. MALTONI-P. SPADA, *L'impresa start up*, 1125.

capitale sociale<sup>160</sup> o, addirittura, l'unanimità del capitale sociale<sup>161</sup>; resterebbe poi il dubbio della spettanza del diritto di recesso, in aggiunta alla causa inderogabile prevista per l'eventuale esclusione del diritto di opzione dall'art. 2481-bis, nell'ipotesi in cui l'aumento si ritenga comporti una "rilevante modificazione" di preesistenti diritti particolari ex art. 2468, comma 4° c.c. (art. 2473, comma 1°)<sup>162</sup>.

In ogni caso, i limiti di cui discorre l'art. 26 sono in primo luogo derivati analogicamente, in assenza di indicazioni da parte del codice civile nell'ambito delle s.r.l., dalla disciplina generale (divieto di patto leonino fra tutti) e da quella in tema di s.p.a.<sup>163</sup> sicché: tutte le quote appartenenti a una medesima categoria dovrebbero attribuire i medesimi diritti (art. 2348, comma 3°)<sup>164</sup>; in caso di quote con voto multiplo, ogni quota (e, si badi bene, non ogni azione) potrebbe attribuire non più di tre voti (art. 2351, comma 4°)<sup>165</sup>; l'ammontare massimo di quote con diritto di voto escluso o limitato non potrebbe eccedere la metà del capitale sociale (art. 2351, comma 2°)<sup>166</sup>.

Molto più complessa è la risposta all'interrogativo se i diritti attribuiti dal codice civile ai soci di s.r.l. "tradizionali" costituiscano o meno norme imperative e, quindi, limiti alla creazione di nuove categorie. Il codice civile sul punto è comprensibilmente muto, presupponendo a livello tipologico una s.r.l. chiusa, in cui

---

<sup>160</sup> Cfr. L. SALVATORE, *Le start-up innovative tra dato normativo e prassi contrattuale*, in *Le operazioni di finanziamento*. Opera ideata e diretta da Francesco Galgano, proseguita e curata da E. Panzarini con A.A. Dolmetta, S. Patriarca, Zanichelli, Bologna, 2016, 1513 ss., in part. 1534 ss. Nel senso che le maggioranze ordinarie si applicheranno solo nel caso di "rispetto del principio di parità di trattamento" (i.e. nel caso di rispetto delle reciproche proporzioni tra i soci preesistenti) v. CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, massima n. 172, *Modalità e condizioni di emissione di categorie di quote di s.r.l. PMI*.

<sup>161</sup> V. CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, massima n. 172, cit., che richiede l'unanimità nelle ipotesi di mancato rispetto del principio di parità di trattamento, ossia nei casi di: aumento di capitale con esclusione o limitazione del diritto di opzione; conversione obbligatoria non proporzionale di partecipazioni già esistenti; conversione facoltativa offerta solo ad alcuni soci o, comunque, non in proporzione alle partecipazioni detenute.

<sup>162</sup> Così CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, massima n. 172, cit.

<sup>163</sup> Cfr. M. MALTONI-P. SPADA, *L'impresa start up*, cit., 1127 i quali affermano (seppur in tono dubitativo) che il limite dell'art. 2351<sup>2</sup> c.c. potrebbe non applicarsi nel caso in cui la s.r.l. start-up non presenti una struttura corporativa che, ragionando a contrario, sarebbe applicabile qualora (e si tratterebbe della pressoché totalità dei casi) sussistesse un'organizzazione corporativa.; P. BENAZZO, *Start up*, cit., 479; M. CIAN, *S.r.l. PMI, s.r.l., s.p.a.*, cit., 850 ss.; E. FREGONARA, *L'equity based crowdfunding*, cit., 2296.

<sup>164</sup> Ma v. CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, massima n. 171, *Nozione di categorie di quote di s.r.l. PMI*, nel senso della possibilità di creare quote "di misura variabile e divisibile, al pari delle partecipazioni "individuali" secondo il regime legale ordinario delle s.r.l."

<sup>165</sup> V. però, in senso contrario, CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, massima n. 174 *Categorie di quote a voto ridotto o maggiorato nelle s.r.l. PMI*, secondo il quale "l'estensione alle s.r.l. PMI delle norme dettate in materia di s.p.a., che comportino limiti all'autonomia statutaria appare necessaria solo nei casi in cui esse siano dettate a presidio del capitale sociale, a tutela dei terzi e dei creditori, di interessi insomma che trascendano quello dei soci".

<sup>166</sup> V. sempre in senso contrario, CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, massima n. 174, cit.

la creazione delle categorie era, se non esclusa, quantomeno stravagante rispetto all'impianto concettuale originario<sup>167</sup>.

Si riscontrano pertanto la maggioranza di posizioni nel senso della inderogabilità delle norme codicistiche<sup>168</sup> e, in particolare: di quella sull'avocabilità delle decisioni gestorie da parte dei soci (art. 2479, comma 1°); di quella sulla competenza inderogabile dei soci a decidere il compimento di "operazioni che comportano una sostanziale modificazione dell'oggetto sociale" o "una rilevante modificazione dei diritti dei soci" (art. 2479, comma 2°, n. 5); di quella sulla legittimazione individuale del socio ad esperire l'azione di responsabilità sociale (art. 2476, comma 2°); di quella sulla necessaria proporzione tra quote e diritti di voto (art. 2479, comma 5°); di quella sulla postergazione dei finanziamenti soci (art. 2467); di quella sulle cause inderogabili di recesso (art. 2473)<sup>169</sup>; di quella che attribuisce il diritto di recesso in caso di esclusione del diritto di opzione (art. 2481-*bis*)<sup>170</sup>. Gli unici dubbi sono stati sollevati con riferimento al penetrante diritto di ispezione e controllo riconosciuto ad ogni socio dall'art. 2476, comma 2°, che potrebbe ridursi al diritto garantito dall'art. 2422 c.c. ai soci di s.p.a. di prendere visione del libro soci e del libro delle assemblee<sup>171</sup>.

Una diversa soluzione potrebbe, invece, far leva sul venir meno delle caratteristiche tipologiche della s.r.l. *post-Riforma* del 2003 e, quindi, affermare la derogabilità, quantomeno nella s.r.l. "aperta" di tutte le norme appena citate.

---

<sup>167</sup> Cfr., sul dibattito in merito all'ammissibilità delle "categorie di quote" nella s.r.l. "ordinaria", per la posizione negativa, facendo leva sul divieto di emissione di titoli azionari posto dall'art. 2468<sup>1</sup> c.c. inteso anche nel senso di divieto di oggettivizzare la partecipazione in s.r.l. in *quanta* di uguale valore, oltre che valorizzando il testo della relazione accompagnatoria al decreto di riforma, G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, cit., 521 e nt. 32; in senso affermativo v. invece la monografia di A. BLANDINI, *Categorie di quote, categorie di soci*, Giuffrè, Milano, 2009, in part. 185 ss.; v. già, in senso possibilista, O. CAGNASSO, *La società a responsabilità limitata*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. Cottino, V, Torino, 2007, 139 ss.; A. DACCÒ, *I diritti particolari del socio nelle s.r.l.*, in *Il nuovo diritto della società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, 3, UTET, Torino, 2007, 395 ss.; M. NOTARI, *Diritti "particolari" dei soci e categorie "speciali" di partecipazioni*, in *AGE*, 2003, 325 ss.; A. TRICOLI, *Sull'ammissibilità di quote di s.r.l. dotate di particolari diritti*, in *Riv. dir. comm.*, 2005, I, 1029 ss.

<sup>168</sup> V. M. CIAN, *S.r.l. PMI, s.r.l., s.p.a.*, cit., 834 ss.

<sup>169</sup> Cfr. CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, massima n. 173, *Contenuto dei diritti diversi delle categorie di quote di s.r.l. PMI*. La rinunciabilità (c.d. *waiver*) del diritto di *appraisal* è invece oramai ammessa dalla giurisprudenza statunitense, v. *Manti Holdings, LLC et al. v. Authentix Acquisition Co.*, Civil Action No. 2017-0887-SG (Del. Ch. October 1, 2018), su cui v. A.C. NIGRO, *Venture capital-backed firms*, cit., 222 ss.

<sup>170</sup> Cfr. CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, massima n. 175, *Categorie di quote con diritto di opzione limitato o escluso nelle s.r.l. PMI*.

<sup>171</sup> V. CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, massima n. 176, *Categorie di quote con limitazione dei diritti di controllo nelle s.r.l. PMI*; CONSIGLIO NOTARILE DI FIRENZE, massima n. 63, *PMI innovativa*.

Rimarrebbe, comunque, il problema di applicare a una s.r.l. “chiusa”, in quanto non ricorrente al *crowdfunding*, ma finanziata da VC, in cui la sovrapposizione di ruoli tra soci originari e finanziatori è la regola<sup>172</sup>, di norme eccessivamente rigide e limitanti la contrattazione tra le parti, con il risultato più che probabile di un abbandono dell’ordinamento italiano quale legge regolatrice.

Quali che siano i diritti attribuibili alle categorie di quote, la legge è muta con riferimento alle procedure da seguire per una loro successiva modificazione. Anche in questo caso la lacuna normativa è usualmente colmata con l’applicazione analogica dell’art. 2376 in tema di assemblee speciali delle s.p.a.<sup>173</sup>.

*Segue: le preferenze liquidatorie*

Le preferenze in sede di liquidazione attribuite al socio finanziatore, tipiche dell’esperienza VC, già ampiamente previste a livello para-sociale in connessione alle clausole di co-vendita, sono oramai ammissibili, nel senso di una attribuzione non proporzionale alla quota posseduta del *quantum* corrisposto dal terzo acquirente, anche nella s.r.l., vuoi tramite l’attribuzione di diritti particolari, vuoi attribuendo la relativa prerogativa a una speciale categoria di quote, ma sempre nel rispetto dei principi generali di “equa valorizzazione della partecipazione” e del divieto di patto leonino<sup>174</sup>.

*Segue: il principio di “equa valorizzazione della partecipazione” e la sua compatibilità con la struttura degli accordi di VC*

L’esigenza di una “equa valorizzazione della partecipazione” è stata posta da una certa giurisprudenza, anche notarile, e dalla dottrina come necessario presidio a tutela del socio, tra le altre, nelle ipotesi di clausole attributive del diritto di co-vendita.

Nel diritto delle s.r.l. il principio è posto dall’art. 2473, comma 3°, c.c., che attribuisce al socio recedente il “diritto di ottenere il rimborso della propria partecipazione in proporzione al patrimonio sociale ... tenendo conto del suo valore di mercato al momento della dichiarazione di recesso”<sup>175</sup>. Tale diritto, come si è visto, a differenza che in altri ordinamenti è considerato avente carattere inderogabile e, quindi, non è rinunciabile da parte dei soci. Parimenti non modificabile *in pejus*,

---

<sup>172</sup> Cfr. E. POLLMAN, *Startup governance*, cit., 1.

<sup>173</sup> Cfr. M. MALTONI-P. SPADA, *L’impresa start up*, cit., 1128; M. NOTARI, *Diritti “particolari”*, cit., 335; P. BENAZZO, *Start-up*, cit., 488. CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, massima n. 177, *Assemblee speciali dei titolari di categorie di quote di s.r.l. PMI* che, però, ammette l’esercizio dell’autonomia statutaria nella fissazione dei *quorum* deliberativi (sino all’unanimità) dell’assemblea speciale, oltre che, sulla scia di altri orientamenti già espressi sul punto, la possibilità di esprimere l’assenso nel seno dell’assemblea generale, senza necessità di tenere un’assemblea formalmente separata.

<sup>174</sup> Cfr. CONSIGLIO NOTARIATO DI MILANO, massima n. 126, *Ripartizione non proporzionale del corrispettivo di vendita o di riscatto di partecipazioni sociali*.

<sup>175</sup> Richiamato, per l’esclusione del socio, dall’art. 2473-bis c.c.

quantomeno per le cause di recesso inderogabili, è considerato il criterio di valutazione delle quote del socio recedente, sicché non si ritiene ammissibile una clausola che consenta una quantificazione inferiore al valore “reale”<sup>176</sup>.

Il campo ove il principio ha avuto una importante applicazione è, però, come noto, quello delle clausole di co-vendita, che si è visto essere fondamentali nell’ambito degli accordi con i VC, permettendo al finanziatore di ottenere una liquidazione dell’investimento nel momento ritenuto più favorevole, e ciò anche a spese dell’imprenditore finanziato. La presenza di tali clausole in combinazione con preferenze di liquidazione in favore del finanziatore può comportare, in concreto, che all’esercizio del diritto di co-vendita non consegua l’attribuzione di alcuna utilità all’imprenditore “trascinato”<sup>177</sup>. Ciò perché la vendita delle due partecipazioni potrebbe avvenire ad un prezzo complessivo pari o di poco superiore alla preferenza di liquidazione attribuita al finanziatore. Tali situazioni di asimmetria di potere, che sono a ben vedere del tutto fisiologiche in una logica di contrattazione “one to one” tra imprenditore e finanziatore, sono state ritenute inaccettabili dalla giurisprudenza, che ha inteso correggerle alternativamente: o tramite l’assimilazione della vicenda a quella, sostanzialmente espropriativa, della riscattabilità azionaria<sup>178</sup>, con conseguente necessità di una equa valorizzazione alla stregua dei criteri dettati per il recesso<sup>179</sup>; o tramite la applicazione della disciplina del mandato *in rem propriam*, con

---

<sup>176</sup> Cfr. G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, cit., 830 ss. Nel senso che la norma sia stata posta, in consonanza a un più generale spirito della Riforma del 2003, nell’ottica di un rafforzamento dei diritti patrimoniali del socio uscente, v. per tutti sul punto P. PISCITELLO, *Recesso ed esclusione nella s.r.l.*, in *Il nuovo diritto delle società Liber amicorum G.F. Campobasso*, 3, UTET, Torino, 731. V., però, nel senso di ammettere una valorizzazione più elasti contra, allowing the application ca M. SPERANZIN, *Criteri di liquidazione della partecipazione nel caso di recesso da s.r.l. e autonomia statutaria*, in *Riv. dir. civ.*, 2016, 878 ss., in part. 894 ss. In generale sull’argomento v., in una prospettiva comparata, K.U. SCHMOLKE, *Expulsion and valuation clauses – freedom of contract vs. legal paternalism in German partnership and close corporation law*, in *ECFR*, 2012, 380 ss., in part. 393-396; per la dottrina tedesca v. H. FLEISCHER-S. BONG, *Gradmesser gesellschaftsvertraglicher Gestaltungsfreiheit: Abfindungsklauseln in Personengesellschaft und GmbH*, in *Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht*, 2017, 1957 ss.

<sup>177</sup> E v., per un’ampia esposizione del problema nell’ambito degli accordi VC, A.C. NIGRO, *Venture capital-backed firms*, cit., 179 ss.

<sup>178</sup> Su cui v., per una approfondita esposizione dei diversi problemi, G. Di CECCO, *Fattispecie e disciplina del riscatto azionario*, Giappichelli, Torino, 2013, in part. 211 ss.

<sup>179</sup> Cfr. CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, massima n. 88, *Clausole statutarie disciplinante il diritto e l’obbligo di “covendita” delle partecipazioni*; CONSIGLIO NOTARILE DI ROMA, massima n. 7, *Clausole di covendita e di trascinamento: tipologia e limiti di validità*; CONSIGLIO NOTARILE DELLE TRE VENEZIE, massima H.I.19, *Limiti di validità delle clausole statutarie che obbligano determinati soci a cedere le proprie partecipazioni nel caso in cui altri soci decidano di alienare la loro* (con riferimento alla s.p.a.) e massima I.I.25, *Limiti di validità delle clausole statutarie che obbligano determinati soci a cedere le proprie partecipazioni nel caso in cui altri soci decidano di alienare la loro* (con riferimento alla s.r.l.). Nel senso della nullità della clausola di trascinamento che non preveda espressamente meccanismo di equa valorizzazione v. Trib. Milano, 1° aprile 2008, in *Società*, 2008, 1373 ss., con nota adesiva di C. DI BITONTO, *Clausola statutaria di c.d. drag along*:

conseguente divieto per il socio trascinante di agire in spregio del canone generale di buona fede e correttezza conseguendo vantaggi sproporzionati<sup>180</sup>; o tramite l'assimilazione alle ipotesi di limite alla circolazione delle partecipazioni, con conseguente spettanza del recesso.

Per quanto riguarda il fenomeno della riscattabilità, a ben vedere per la s.r.l. il problema non dovrebbe porsi nelle ipotesi di riscatto da parte della società emittente, dato che la proibizione dell'art. 2474 c.c., derogata come visto solo per gli schemi di *work for equity*, impedisce alla società l'acquisto di quote proprie. E' però possibile ipotizzare un diritto di riscatto in capo ad alcuni soci, da qualificarsi come diritto particolare ex art. 2468, comma 3°, c.c. – con tutte le conseguenze in punto di voto unanime per la sua introduzione e modificazione – o come diritto attribuito a tutti i soci al ricorrere di condizioni oggettive, nel qual caso si è sostenuta la possibilità di una sua introduzione a maggioranza, ma sempre a condizione che la partecipazione sia "equamente valorizzata"<sup>181</sup>.

Il quadro rimediabile così delineato, però, pur originato dalla condivisibile esigenza di reprimere e sanzionare condotte opportunistiche del socio "trascinante", si è correttamente osservato che potrebbe rivelarsi a volte eccessivo, favorendo invece condotte opportunistiche del socio trascinato, così tradendo le peculiari esigenze e caratteristiche degli accordi stipulati tra imprenditori e VC.<sup>182</sup> A livello di benessere complessivo, inoltre, una tutela "rigida" attribuita al socio trascinato, tutta incentrata sull'equa valorizzazione della sua partecipazione e non sulla ragionevolezza del prezzo complessivo, comporterebbe effetti redistributivi contro-intuitivi, impedendo il compimento di operazioni efficienti<sup>183</sup>.

*Segue: il divieto del patto leonino*

Un ulteriore ostacolo alla recezione nell'ordinamento italiano dei tipici schemi contrattuali delle imprese *VC-backed* è dato dalla impostazione, non comune ad altri ordinamenti europei<sup>184</sup>, che vede nel divieto di patto leonino, espressamente previsto

---

*chi era costei?*; in *Giur. comm.*, 2009, II, 1029 ss., con nota di L. FABBRINI, *Validità delle clausole statutarie di drag along*; in *Riv. dir. soc.*, 2010, 370 ss., con nota critica di E. MALIMPENSA, *L'obbligo di co-vendita statutario (drag-along): il socio obbligato ha davvero bisogno di tutela?*; in *Riv. dir. comm.*, 2010, II, 124 ss., con nota critica di L. ROSSANO, *La natura e la validità della clausola drag along*. V. ampiamente sul punto A.C. NIGRO, *Venture capital-backed firms*, cit., 179 ss.

<sup>180</sup> Cfr. Lodo Arbitrale 29 luglio 2008, Arbitro Unico Prof. A. Mazzoni, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2009, II, 493 ss., con nota critica di C.F. GIAMPAOLINO, *Clausola di co-vendita (drag-along) ed "equa" valorizzazione dell'azione*.

<sup>181</sup> Cfr. CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, massima n. 153, *Riscattabilità delle quote della s.r.l.* e la bibliografia citata nella motivazione.

<sup>182</sup> Cfr. A.C. NIGRO, *Venture capital-backed firms*, cit., 259 ss.

<sup>183</sup> A.C. NIGRO, *Venture capital-backed firms*, cit., 271 ss.

<sup>184</sup> E' questo il caso della Germania, v. J. EKKENGA, *Kommentar zu § 29*, in H. FLEISCHER-W. GOETE (a cura di), *Münchener Kommentar*, cit., n° 68; H. FLEISCHER, *Gewinn- und stimmrechtslose Personengesellschafts- und GmbH-Geschäftsanteile*, in M. CASPER-L. KLÖHN-W. H.

dall'art. 2265 c.c. per le sole società semplici, un principio generale del diritto societario, per ciò valido per tutti i tipi societari. Ciò nonostante, è da rilevare come di recente la giurisprudenza di legittimità, chiamata a pronunciarsi sulla validità di un'opzione *put* a prezzo determinato, si è pronunciata in senso positivo<sup>185</sup>, non solo alla luce del "favor del diritto positivo per le tecniche anche atipiche di finanziamento dell'impresa"<sup>186</sup> e della oramai avvenuta polverizzazione del nesso "potere-rischio"<sup>187</sup>, ma anche in ragione - e l'aspetto merita di essere segnalato sotto il profilo culturale - della qualità di imprenditori rivestita da entrambe le parti, che porta a ritenere "ogni intervento giudiziale ex art. 1322 c.c. ... del tutto residuale"<sup>188</sup>. Ne è conseguito, a giudizio della Cassazione che "nessun significato in tal senso [ai fini della validità della clausola] potrà assumere il trasferimento del rischio puramente interno fra un socio e un altro socio o un terzo, allorché non alteri la struttura e la funzione del contratto sociale, né modifichi la posizione del socio in società, e dunque non abbia nessun effetto verso la società stessa"<sup>189</sup>.

d. *Gli schemi di vesting*

Nella trattazione che precede si è avuto modo di porre in evidenza la grande importanza che hanno gli schemi di incentivo c.d. "*work-for-equity*" nella prassi contrattuale di finanziamento delle imprese in fase di *start-up*; grazie ad essi, infatti, il finanziatore riesce ad alleviare comportamenti opportunistici sia degli amministratori della società finanziata sia dei dipendenti chiave della medesima<sup>190</sup>.

---

ROTH-C. SCHMIES (a cura di), *Festschrift für Johannes Köndgen zum 70. Geburtstag*, RWS Verlag, Cologne, 201 ss.; per la giurisprudenza v. BGH, 14.07.1954 – II ZR 342/53. Allo stesso modo il diritto olandese della *besloten vennootschap* consente una esclusione contrattuale, totale o parziale, del diritto ai profitti di un socio.

<sup>185</sup> Cfr. Cass., 4 luglio 2018, n. 17498, pubblicata, tra le tante riviste, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2019, II, 70 ss., con nota parzialmente critica di N. DE LUCA, Il socio "leone". Il revirement della Cassazione su opzioni *put* a prezzo definito e divieto del patto leonino, secondo il quale la validità della clausola può predicarsi "fintanto che riguarda azioni o partecipazioni inidonee sulla base della conformazione dei poteri statutari a conferire al titolare un diritto autonomo di concorrere alla gestione della società, soprattutto mediante la nomina di amministratori esecutivi ... nonché mediante poteri anche assembleari di interdizione dell'operato degli amministratori".

<sup>186</sup> Cfr. Cass., 4 luglio 2018, n. 17498, cit., 16.

<sup>187</sup> *Ibidem*, 17.

<sup>188</sup> *Ibidem*, 13.

<sup>189</sup> *Ibidem*, 11-12.

<sup>190</sup> V. sul punto, in generale e sui problemi che pone la ricezione nell'ordinamento tedesco degli accordi di *Vesting* sviluppati dalla prassi americana v. T. KUNZ, *Gestaltung von Kapitalgesellschaften zwischen Freiheit und Zwang*, Mohr Siebeck, Tübingen, 2016, 152 e 274.

Non stupisce, pertanto, che il divieto posto dall'art. 2474 c.c. di effettuare operazioni sulle proprie partecipazioni<sup>191</sup>, spesso argomentato proprio in ragione della naturale chiusura al mercato del tipo s.r.l.<sup>192</sup>, sia stato derogato nel 2012, con disposizione poi estesa a tutte le PMI, dall'art. 26, 6° comma, d.l. 179/2012 "qualora l'operazione sia compiuta 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":

Prima di passare ai profili di più diretto interesse per lo studioso di diritto commerciale è da mettere in evidenza la necessità, ampiamente condivisa quantomeno per i lavoratori subordinati, che detta modalità di retribuzione non vada a svuotare di significato i precetti costituzionali di cui agli artt. 35 e 36 Cost.<sup>193</sup> ed ispiratrice della disposizione di cui all'art. 28, 7° comma, d.l. 179/2012 secondo la quale una parte della retribuzione, pari ai minimi dei CCNL, deve essere erogata sempre e comunque in denaro<sup>194</sup>.

---

<sup>191</sup> Già oggetto di critiche per la sua rigidità, quantomeno con riferimento al caso della assistenza finanziaria invece concessa dall'art. 2358 c.c. alla s.p.a., sul punto v. G. MARASÀ, *Considerazioni introduttive sul d.lg. 142/2008 di attuazione delle modifiche alla seconda direttiva in materia di s.p.a.*, in AA.VV., *Scritti in onore di Francesco Capriglione. Le regole del mercato finanziario*, UTET, Torino, 2010, 913 ss.; in generale, per una sintesi delle posizioni espresse, v. U. PATRONI GRIFFI, *Le operazioni sulle proprie partecipazioni*, in A. A. DOLMETTA-G. PRESTI (a cura di), *S.r.l. Commentario, dedicato a G.B. Portale*, Giuffrè, Milano, 2011, 514 ss.; v. inoltre, nel senso che il divieto in realtà avrebbe irrazionalmente, visto il carattere chiuso della s.r.l., impedito la predisposizione di metodi di disinvestimento del socio alternativi al mercato delle quote v. M. STELLA RICHTER JR., *Novità in tema di acquisto di azioni proprie*, in *Riv. soc.*, 2009, 286 ss., in part. 297 ss. e P. PISCITELLO, *Il diritto di exit nelle società chiuse tra ius conditum e prospettive di riforma*, in ASSOCIAZIONE DESIANO PREITE (a cura di), *Verso un nuovo diritto societario*, Il Mulino, Bologna, 2002, 127 ss.

<sup>192</sup> V. già U. BELVISO, *Profili soggettivi della liquidazione della quota al socio uscente e interesse dei creditori nelle società*, in *Giur. comm.*, 1979, I, 811 ss. in part. 822 ss.; F. CARBONETTI, sub art. 28 d.P.R. 10 febbraio 1986, n. 30, in *Nuove leggi civ. comm.*, 1988, 211 ss.

<sup>193</sup> V. sul punto le osservazioni di F. NIEDDU ARRICA, *Il conferimento di attività di ricerca e sviluppo nella società a responsabilità limitata*, in *AIDA*, 2018, 499 ss., in part. 505 e la bibliografia citata alla nt. 17, il quale ritiene che "l'apporto di lavoro (ancorché autonomo) non offre apprezzabili spazi applicativi ai conferimenti d'opera in s.r.l., sicché pare più proficuo orientare l'indagine sulla imputazione a capitale di servizi: i) eseguiti non da persone fisiche ma da imprese, i cui lavoratori siano retribuiti nel rispetto della disciplina lavoristica e previdenziale".

<sup>194</sup> Così sembrerebbe da interpretare la norma là dove impone che "La retribuzione ... è costituita da una parte che non può essere inferiore al minimo tabellare previsto, per il rispettivo livello di inquadramento, dal contratto collettivo applicabile, e da una parte variabile, consistente in trattamenti collegati all'efficienza o alla redditività dell'impresa, alla produttività del lavoratore o del gruppo di lavoro, o ad altri obiettivi o parametri di rendimento concordati tra le parti, incluse l'assegnazione di opzioni per l'acquisto di quote o azioni della società e la cessione gratuita delle medesime quote o azioni".

Un primo dubbio interpretativo sulla portata della deroga sorge, però, in ragione della formulazione letterale della norma derogata, ossia dell'art. 2474 c.c., che si riferisce espressamente al solo acquisto, o accettazione in garanzia, di proprie quote e non anche alla sottoscrizione delle medesime, come noto vietata alle s.p.a. dall'art. 2357-*quater* c.c. Al riguardo la prassi notarile si è orientata per una soluzione più liberale, sostenendo che "il divieto di sottoscrizione di azioni proprie stabilito dall'art. 2357-*quater* c.c. non può ritenersi applicabile, una volta operante la citata deroga all'art. 2474 c.c., alle società a responsabilità limitata, dal momento che manca un richiamo espresso sul punto e dal momento che la norma non può considerarsi portatrice di un principio di ordine pubblico o comunque di portata generale"<sup>195</sup>. Il ragionamento, pur dettato dal condivisibile intento di ampliare l'autonomia statutaria sul punto, non convince appieno. L'art. 2357-*quater* c.c. è infatti di ordine pubblico per la s.p.a., il suo contenuto essendo imposto dalla direttiva europea<sup>196</sup>. Considerando però quanto sopra osservato in merito al significato da attribuire alla disposta esclusione della s.r.l. dal campo di applicazione della direttiva<sup>197</sup>, potrebbe sostenersi che la avvenuta mutazione tipologica della s.r.l. compiuta dal legislatore italiano lo obblighi a rispettare anche per essa le norme originariamente dettate per la sola s.p.a.

Analogo intento di semplificazione è rinvenibile in quella prassi notarile che, con riferimento al caso dell'acquisto di azioni proprie, ha sostenuto la legittimità di una clausola statutaria che preveda la possibilità di autorizzare una volta per tutte l'operazione, senza necessità di una deliberazione per ciascuna operazione, come invece imposto per la s.p.a. dall'art. 2357, 2° comma, c.c.<sup>198</sup> La motivazione della massima, anche in questo caso, fa leva unicamente su una presunta "elasticità statutaria che costituisce ormai tratto tipologico essenziale delle s.r.l.", oltre che dal fatto che "la finalità dell'acquisto è in fondo già predeterminata dalla disciplina di legge". Si potrebbe però dubitare, per le ragioni appena menzionate, che anche in questo caso non sia necessario applicare la disciplina europea, che impone l'autorizzazione di acquisto in acquisto<sup>199</sup>.

La disciplina, pur con i dubbi sopra evidenziati, è evidentemente ricalcata su quella delle società quotate. Per le s.p.a. non quotate, infatti, non è prevista tale possibilità, dato che l'art. 2358, 8° comma, c.c., esclude l'applicabilità della sola disciplina della c.d. "assistenza finanziaria"<sup>200</sup> alle "operazioni effettuate per favorire

---

<sup>195</sup> Cfr. CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, Massima 178, *Emissione e sottoscrizione di quote proprie da parte di s.r.l. PMI*.

<sup>196</sup> Cfr. l'art. 59 della Direttiva 2017/1132/UE.

<sup>197</sup> V. *supra* il § 3f.

<sup>198</sup> Cfr. CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, Massima 179, *Acquisto di quote proprie da parte di s.r.l. PMI*.

<sup>199</sup> Cfr. art. 60, 1° comma, lett. a) della Direttiva 2017/1132/UE.

<sup>200</sup> Ossia la concessione di prestiti o garanzie per l'acquisto o la sottoscrizione di proprie azioni, su cui v. A. VICARI, sub *art.* 2358, in P. ABBADESSA-G.B. PORTALE (diretto da), M. CAMPOBASSO-V. CARIELLO-U. TOMBARI (a cura di), *Le società per azioni. Codice civile e norme complementari*, I, Giuffrè, Milano, 2016, 737 ss.

l'acquisto di azioni da parte di dipendenti della società". E' solo poi per le società quotate che l'art. 132, 3° comma, T.U.F. esclude l'applicabilità della disciplina posta dai commi precedenti della medesima norma, come noto ispirata alla necessità di favorire il principio di parità di trattamento in siffatte operazioni<sup>201</sup>, agli acquisti di azioni proprie assegnate ai dipendenti a valere sull'utile ex art. 2349, 1° comma, c.c. o sottoscritte con esclusione del diritto d'opzione ex art. 2441, 8° comma, c.c., o derivanti da piani di *stock options* ex art. 114-bis T.U.F.

Si pone allora il problema della applicabilità analogica alla fattispecie in esame di tutto quell'ampio *corpus* di disciplina invece dettato per la s.p.a., e non richiamato dall'art. 26, 6° comma, d.l. 179/2012, in relazione: *i*) ai limiti per l'acquisto e la sottoscrizione, invece vigenti per la s.p.a. e differenziati tra società chiuse e quotate, di cui agli artt. 2357 ss.; *ii*) alla possibilità di attribuire ai dipendenti una categoria speciale a titolo di utili ai sensi dell'art. 2349, 1° comma, c.c.; *iii*) alla possibilità di riservare, in tutto o in parte, un aumento di capitale in favore dei dipendenti ex art. 2441, 8° comma, c.c.

La risposta al primo interrogativo non può che essere positiva, anche perché riconoscere una possibilità indiscriminata di acquisto e sottoscrizione si risolverebbe con ogni probabilità in una violazione della normativa europea<sup>202</sup> da cui derivano le norme destinate ad applicarsi analogicamente<sup>203</sup>.

La possibilità, invece, di attribuire una speciale categoria di quote ai dipendenti a valere sugli utili sembra in astratto praticabile, non trattandosi di una "distribuzione di utili", come noto vietata, quantomeno alle *start-up* innovative; essa, però, sembra in concreto destinata a non trovare applicazione dato che, come visto, le imprese in fase di *start-up* non registrano solitamente utili. Per le stesse ragioni non riteniamo che verrà attuata nella pratica l'operazione, pure ammessa dalla giurisprudenza notarile in ipotesi di piani di incentivazione, di effettuare un aumento

---

<sup>201</sup> Cfr. sul punto F. CARBONETTI, sub art. 132, in M. FRATINI-G. GASPARRI (a cura di), *Il testo unico della finanza*, II, UTET, Torino, 2012, 132 ss. e S. VANONI, sub art. 132, in P. ABBADESSA-G.B. PORTALE (diretto da), M. CAMPOBASSO-V. CARIELLO-U. TOMBARI (a cura di), *Le società per azioni*, cit., 4010 ss.

<sup>202</sup> V. recentemente sul tema P. LUCARELLI, sub art. 2357, in P. ABBADESSA-G.B. PORTALE (diretto da), M. CAMPOBASSO-V. CARIELLO-U. TOMBARI (a cura di), *Le società per azioni*, cit., 712 ss.

<sup>203</sup> In questo senso si orienta, seppur senza alcun tipo di argomentazione, il documento - piuttosto lacunoso - denominato *Guida all'uso dei piani azionari e del work for equity*, pubblicato dal MISE il 24 marzo 2014 e disponibile al link [https://www.mise.gov.it/images/stories/documenti/Guida\\_piani\\_azionari\\_e\\_work\\_for\\_equity.pdf](https://www.mise.gov.it/images/stories/documenti/Guida_piani_azionari_e_work_for_equity.pdf), ultimo accesso il 30 dicembre 2019. V. inoltre il *Modello commentato di piano di incentivazione in equity per la startup innovativa e l'incubatore certificato*, pubblicato sempre dal MISE il 10 marzo 2015, accessibile al link [https://www.mise.gov.it/images/stories/documenti/Modello\\_piano\\_incentivazione\\_equity\\_startup\\_10\\_marzo\\_2015%20\(3\).pdf](https://www.mise.gov.it/images/stories/documenti/Modello_piano_incentivazione_equity_startup_10_marzo_2015%20(3).pdf), ultimo accesso il 30 dicembre 2019, che però (v. pagg. 8 e 9) sembra presupporre la possibilità di una compensazione tra debito da conferimento e credito da prestazione lavorativa solo per gli strumenti finanziari partecipativi.

gratuito con voto unanime<sup>204</sup> e assegnazione delle quote a favore della società medesima o di sottoscrizione dell'optato negli aumenti a pagamento<sup>205</sup>.

Anche la strada del conferimento di opera o servizi per realizzare schemi di *vesting* è praticamente impedita dalla necessaria simultaneità tra conferimento e emissione delle quote, con il che frustrandosi gli intenti di fidelizzazione perseguiti; da un punto di vista più strettamente procedimentale l'operazione sarebbe comunque fortemente ostacolata dalla necessità della fideiussione bancaria *ex art.* 2464, 6° co., c.c., oltre che, almeno secondo la maggioranza degli autori<sup>206</sup>, di una perizia di stima.

Non sembra, invece, che nulla osti ad un aumento di capitale oneroso riservato ai dipendenti, in presenza di apposita disposizione dell'atto costitutivo che deroghi a quanto disposto dall'art. 2481-*bis* c.c. in tema di opzione dei soci e, comunque, sempre fatto salvo il diritto di recesso dei soci dissenzienti. Tali operazioni, spesso indicate dalla prassi contrattuale statunitense con l'evocativa espressione "*sweat equity*", sono frequentemente caratterizzate dalla clausola di compensazione tra debito da conferimento e credito del lavoratore socio per l'attività prestata<sup>207</sup>. Compensazione, questa, come noto attuabile anche nell'ordinamento italiano a seguito della presa di posizione della giurisprudenza di legittimità<sup>208</sup> e senza che si pongano problemi di

---

<sup>204</sup> Al fine di superare la necessaria proporzionalità degli aumenti gratuiti imposta per le s.r.l. dall'art. 2481-*ter* c.c., non derogato dalla disciplina post-Riforma del 2003.

<sup>205</sup> V. CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, *Massima* 178, cit., che, come visto, reputa non applicabile analogicamente la disciplina in tema di sottoscrizione di azioni proprie di cui all'art. 2357-*quater* c.c. in virtù di un, invero debole, argomento letterale di mancato rinvio.

<sup>206</sup> V., per tutti, G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, cit., 344. Per un'aggiornata ricostruzione del dibattito v. F. NIEDDU ARRICA, *Il conferimento*, cit., 508 ss., il quale si occupa anche delle numerose problematiche connesse: dal metodo di valutazione più idoneo, alla discussa applicabilità anche alla s.r.l. (stante il silenzio sul punto dell'art. 2465 c.c.) delle disposizioni dettate per la s.p.a. in punto di rettifica del valore di stima ad opera degli amministratori, dall'ipotesi di impossibilità sopravvenuta della prestazione

<sup>207</sup> Diverso è invece il caso in cui il credito del futuro socio verso la società derivi da anticipazioni per l'opera (nel caso di specie un appalto) ancora da prestare, come è accaduto nel caso deciso, nel senso della nullità della delibera per violazione degli artt. 2342 in tema di conferimenti d'opera (si trattava di s.p.a.) e 2358 c.c. in tema di divieto di assistenza finanziaria, da App. Roma, 3 settembre 2002, in *Società*, 2003, 41 ss., con nota di F. PLATANIA, *Sottoscrizione e validità dei conferimenti in sede di aumento del capitale*, poi confermata da Cass., 24 novembre 2006, n. 25005, in *Rep. Foro it.*, 2007, voce *Società*, n. 724. Sul punto v. ampiamente N. DE LUCA, *Conferimenti e creazione di valore. Note sui conferimenti d'opera e servizi nelle società di capitali*, in *Riv. soc.*, 2014, 723 ss. Nel caso di s.r.l. la stessa operazione sarebbe invece possibile, pur nei limiti dell'art. 2358 c.c., ma solo a fronte della prestazione di idonea fideiussione *ex art.* 2464 c.c.

<sup>208</sup> V. Cass., 5 febbraio 1996, n. 936, in *Nuova giur. civ. comm.*, 1997, I, 156 ss., con nota di M. DE ACUTIS, *La Cassazione muta opinione sulla compensabilità del debito del socio da sottoscrizione con un suo credito verso la società, ma ... fino a un certo punto.*

In dottrina, per la soluzione affermativa che fa leva sull'inesistenza di una norma proibitiva specifica e su di un pregiudizio ai terzi, v. C. ANGELICI, *Appunti sull'art. 2436 c.c. con particolare riguardo al conferimento mediante compensazione*, in *Giur. comm.*, 1988, I, 275 ss.;

applicabilità della disciplina della postergazione dei crediti del (futuro) socio, giacché tramite l'aumento si ha una capitalizzazione di crediti e, quindi, il perseguimento degli obiettivi di politica legislativa della norma<sup>209</sup>; ciò nonostante, si registrano posizioni giurisprudenziali di segno contrario, orientate a una maggior tutela dell'integrità del capitale sociale<sup>210</sup>.

Che peraltro, quella dello *sweat equity* sia la modalità in assoluto preferibile per realizzare schemi di *vesting* è confermato anche dalla formulazione letterale della norma di agevolazione fiscale di cui all'art. 27, co. 4, d.l. 179/2012, che, seppure con una formulazione quantomeno poco sorvegliata per un gius-privatista, nell'escludere dalla base imponibile dell'imposta sul reddito delle quote, azioni o strumenti finanziari attribuiti menziona anche quelli "emessi ... a fronte dell'apporto ... di crediti maturati a seguito della prestazione di opere e servizi, ivi inclusi quelli professionali ... al momento della loro emissione o al momento in cui è operata la compensazione che tiene luogo del pagamento".

Ciò nondimeno, un ostacolo all'attuazione di operazioni di *sweat equity* nell'ordinamento italiano è dato dall'impossibilità, imposta dall'art. 2481, 2° comma, c.c. per le s.r.l. e dall'art. 2438 per le s.p.a., di attuare un successivo aumento di capitale sino a quando i conferimenti precedentemente dovuti in forza di precedente delibera di aumento non siano stati integralmente eseguiti. Ed infatti, nella prassi di tali piani di incentivazione, la deliberazione di aumento precede la prestazione dell'attività lavorativa in forza della quale matura il credito opposto in compensazione. In tal modo, però, la società emittente si troverebbe nell'impossibilità di deliberare nuovi aumenti sino a quando non sia decorso il lasso di tempo, di norma anche abbastanza esteso, necessario allo svolgimento dell'attività lavorativa in forza del quale matura il credito da compensare.

---

Massima n. 125 del Consiglio Notarile di Milano, *Aumento di capitale e compensazione di crediti* (artt. 2342, 2343, 2343-ter e 2465 c.c.); F. MARTORANO, *Compensazione del debito per conferimento*, in *Il nuovo diritto della società*. Liber amicorum Gian Franco Campobasso, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, UTET, Torino, 2006, I, 521 ss.; A. PISANI-MASSAMORMILE, *Conferimenti in s.p.a. e formazione del capitale*, Jovene, Napoli, 1992, 270 ss.; V. SALAFIA, *Aumento del capitale e conferimento di crediti*, in *Società*, 1988, 225 ss.; M.S. SPOLIDORO, *I conferimenti in denaro*, in *Trattato delle Società per Azioni* diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, vol. 1, tomo 2, UTET, Torino, 2004, 410 ss.

<sup>209</sup> L'orientamento maggioritario è nel senso indicato nel testo, v. tra i tanti, M. SPOLIDORO, *L'aumento del capitale sociale nelle s.r.l.*, in *Riv. dir. soc.*, 2008, 464 ss., in part. 491; N. ABRIANI, *Finanziamenti "anomali" dei soci e regole di corretto finanziamento nella società a responsabilità limitata*, in *Il diritto delle società oggi. Innovazioni e persistenze*, Studi in onore di Giuseppe Zanarone, diretto da P. Benazzo-M. Cera-S. Patriarca, UTET, Torino, 2011, 317 ss., in part. 344; per la prassi notarile v. Consiglio Notarile di Napoli, massima n. 4 "Aumento oneroso di capitale di s.p.a. o di s.r.l. - Esecuzione mediante compensazione di un credito" e Consiglio notarile distretti riuniti Firenze Pistoia Prato, massima n. 23, "Aumento di capitale mediante compensazione e crediti postergati nella s.r.l."

<sup>210</sup> Cfr. Trib. Roma, 6 febbraio 2017, in *Giur. it.*, 2017, 1139 ss., con nota adesiva di O. CAGNASSO, *Aumento di capitale e compensazione con crediti postergati del socio di s.r.l.*

Gli schemi di *vesting* potrebbero invece essere attuati tramite emissione di strumenti finanziari partecipativi, come visto concessa alle sole s.r.l. start-up e P.M.I. innovative, soprattutto se si ritenesse, come invero appare preferibile nonostante autorevoli voci in senso contrario<sup>211</sup>, la non applicabilità a tali strumenti della disciplina dell'art. 2483 c.c. Permarrebbe, però, l'impossibilità di riconoscere ai titolari qualsivoglia diritto di voto, così riducendosi fortemente la portata fidelizzante dell'operazione, che si risolverebbe in una attribuzione di diritti meramente patrimoniali.

In sintesi, può osservarsi che la scarsa chiarezza del quadro normativo e la non unanimità di interpretazioni sembra abbiano indotto la pratica ad abbandonare un'attuazione "corporativa" dei piani di incentivazione, soprattutto se aventi ad oggetto strumenti di capitale, in favore di regolamentazioni più informali del fenomeno, ad esempio tramite la sottoscrizione di aumenti di capitale con esclusione del diritto di opzione al valore nominale (facilitati per le s.r.l. dalla mancata previsione del sovrapprezzo obbligatorio) o, ancora, mediante patti para-sociali con i quali i soci fondatori o il *Venture Capitalist* si obbligano, al raggiungimento di determinati risultati di performance, a trasferire parte delle proprie quote di partecipazione ai dipendenti/professionisti<sup>212</sup> o, infine, a sottoscrivere un aumento di capitale con attribuzione non proporzionale (a vantaggio dei lavoratori) delle quote di nuova emissione.

6. *Prospettive di policy: la necessità di ricostruire la disciplina in funzione delle intenzioni "non dichiarate" del legislatore*

*Il presente paragrafo è ancora in corso di elaborazione e verrà redatto anche alla luce degli stimoli tratti dalla discussione.*

---

<sup>211</sup> V. *supra* il § 5a.

<sup>212</sup> V. al riguardo lo spunto in L. DI LORENZO, *Work for equity: tecnica redazionale*, in *Notariato*, 2017, 198 ss., in part. 202.