



LIBERA UNIVERSITÀ INTERNAZIONALE DEGLI STUDI SOCIALI LUISS GUIDO CARLI

DIPARTIMENTO DI GIURISPRUDENZA

CATTEDRA DI DIRITTO COMMERCIALE 2

LE DEROGHE SOCIETARIE AL MODELLO S.R.L. NELLE
START UP E PMI INNOVATIVE

RELATORE

PROF. GIAN DOMENICO MOSCO

CANDIDATA

MARTA FALCONE

MATRICOLA 113763

CORRELATORE

PROF. ANTONIO NUZZO

ANNO ACCADEMICO 2015/2016

LE DEROGHE SOCIETARIE AL MODELLO S.R.L. NELLE START UP E PMI INNOVATIVE

INDICE

CAPITOLO I - LA S.R.L. NEL PANORAMA ITALIANO

1. - Il d.lgs. n. 6/2003: la “*ratio legis*” pag. 4
2. - Il carattere “personalistico” del tipo s.r.l. pag. 14
 - 2.1. - Il ruolo centrale del socio: la quota.
 - 2.2. - Le forme di finanziamento.
 - 2.3. - Il divieto di operazioni sulle quote proprie

CAPITOLO II - LE START UP E PMI INNOVATIVE.

1. - L’innovazione tecnologica come base dello sviluppo economico italiano. pag. 41
2. - Le deroghe societarie al modello s.r.l. pag. 57
 - 2.1 - Categorizzazione e contenuto delle partecipazioni sociali.
 - 2.2 - L’*equity-based crowdfunding* e l’apertura della società.
 - 2.3 - Il problema dell’illiquidità : *stock option* e *work for equity*.
3. - Un confronto tra i differenti vincoli imposti alle due qualifiche. pag. 93

3.1 - Il carattere “innovativo”.

3.2. - La distribuzione degli utili e i limiti dimensionali e temporali.

CAPITOLO III - PROFILI CRITICI.

1. - La disciplina della s.r.l. divisa tra deroghe temporanee e permanenti.

pag. 110

2. - Il rapporto tra rischio e potere.

pag. 124

2.1. - Le “nuove” quote tra voto, gestione e controllo.

2.2. - Tutele e restrizioni dell’*equity-based crowdfunding*.

3. - La s.r.l. start up o PMI innovativa: alcune riflessioni conclusive.

pag. 156

BIBLIOGRAFIA E GIURISPRUDENZA

pag. 169

CAPITOLO I

LA S.R.L. NEL PANORAMA ITALIANO

1. IL D.LGS. N. 6/2003: LA “RATIO LEGIS”

Negli ultimi quindici anni, la disciplina della società a responsabilità limitata è stata oggetto di alcuni interventi legislativi che hanno inciso profondamente sulla sua natura. Di importanza centrale è stata soprattutto la riforma del sistema societario italiano, realizzata con il d.lgs. n. 6/2003¹, che ha riscritto quasi interamente l'impianto normativo dedicato alle s.r.l.

Nell'opera di ristrutturazione del modello societario in esame, il legislatore si è mosso dalla convinzione di fondo che si dovesse trattare di un soggetto giuridico incentrato principalmente sull'autonomia privata e su base strettamente personalistica. Affermando che “il tipo societario della società a responsabilità limitata, *in quanto caratterizzato dalla partecipazione personale dei soci*, presuppone una loro presenza *attiva* nella vita della società”², il legislatore delegato ha riscritto le relative disposizioni. L'obiettivo era di offrire un modello societario flessibile e duttile, capace di adattarsi alle molteplici esigenze della vita eco-

¹ D.lgs. n. 6 del 17 gennaio 2003, riforma organica della disciplina delle società di capitali e società cooperative, in attuazione della legge 3 ottobre 2001, n. 366, pubblicato in *Gazzetta Ufficiale* n. 17 del 22 gennaio 2003, *Supplemento Ordinario* n. 8.

² CONSIGLIO DEI MINISTRI, *Relazione al D.Lgs. n. 6/2003, Riforma organica della disciplina delle società di capitali e società cooperative, in attuazione della legge 3 Ottobre 2001, n. 366*, http://www.tuttocamere.it/files/dirsoc/RDS_RELAZIONE_Cod_Civ.pdf, pag. 40, enfasi aggiunta.

Il carattere personale della nuova s.r.l. è sottolineato in diversi punti della relazione, per risaltare la distanza dalla precedente normativa e dalla “cugina” s.p.a. (usando l'espressione di P. BENAZZO, “*I controlli interni nella s.r.l. dal 1942 al 2012*”, in *Rivista di Diritto Societario*, n. 1/2013, pag. 23).

nomica italiana, superando la rigidità tipica delle società di capitali nel nostro ordinamento. Già nelle parole della relazione al testo normativo emerge la particolare attenzione prestata alle concrete problematiche italiane, riguardanti un sistema economico composto prevalentemente da piccole e medie imprese. Infatti, per tale tipologia di aziende la forma della società per azioni risultava essere pesante e rigida, difficilmente coniugabile con le loro poche ed essenziali necessità giuridiche. Il carattere personalistico del modello viene dunque posto in risalto nella riformata normativa, cercando di sottolineare le differenze con la s.p.a. e andando a creare una ramificazione tra i due principali tipi societari.

La s.r.l. era originariamente nata come “*una piccola società per azioni*”³, con il cui modello condivideva numerosi aspetti e al quale rinviava per ogni lacuna normativa. La sua disciplina si basava principalmente su un insieme di limiti, che venivano posti alle normali possibilità dei soci di una s.p.a. (per esempio il divieto di emissione di obbligazioni). L’evoluzione e il distacco normativo del 2003 sono forti, discendendo direttamente da una presa di coscienza del legislatore che compariva già nella legge delega. Qui infatti il Parlamento sottolineava come la nuova disciplina avrebbe dovuto mettere al centro della sua riforma proprio i rapporti contrattualistici che legano le persone dei soci⁴: non più una com-

³ CONSIGLIO DEI MINISTRI, *Relazione al D.Lgs. n 6/2003*, op. cit. (V. *supra* cap. I, par. 1, nota n. 2), pag. 35. L’orientamento sotteso all’ordinamento societario italiano nei suoi primi 60 anni di vita viene richiamato dal legislatore all’inizio dell’esplicazione delle ragioni che hanno portato alla revisione della disciplina della s.r.l., segnando il percorso dal quale intende da quel momento allontanarsi nella riscrittura della normativa societaria.

⁴ In tal senso si rinvia agli artt. 2 e 3 della legge in esame, dove tra l’altro si palesa la volontà legislativa di una normativa societaria adatta alla realtà economica italiana (“[...] b) valorizzare il carattere imprenditoriale delle società e definire con chiarezza e precisione i compiti e le responsabilità degli organi sociali; c) semplificare la disciplina delle società, tenendo conto delle esigenze delle imprese e del mercato concorrenziale; [...] e) adeguare la disciplina dei modelli societari alle esigenze delle imprese, anche in considerazione della composizione sociale e delle modalità di finanziamento, escludendo comunque l’introduzione di vincoli automatici in ordine all’adozione di uno specifico modello societario”, così l’art. 2, l. n. 366 del 3 ottobre 2001, Delega al Governo per la riforma del diritto societario, pubblicata in *Gazzetta Ufficiale* n. 234 dell’8 ottobre 2001).

pagine formata da soggetti asettici, indifferenti tra di loro, ma una società fatta dalle persone che vi partecipano, persone che sono qualcosa in più di semplici finanziatori. Ed è proprio a questi soci attivamente coinvolti che il legislatore del 2003 riconosce una maggiore autonomia, lasciandoli liberi di determinare alcuni dei più importanti aspetti della vita sociale.

Una tale nuova considerazione della s.r.l. si ricava ad esempio dalla riformata disciplina dei conferimenti, dove l'apporto personale del socio assume un ruolo centrale, divenendo il fondamento dell'intera esistenza del contratto sociale. Proprio in tale materia, non causalmente, risalta una delle maggiori differenze tra i due distinti modelli societari. La s.p.a. nega al socio la possibilità di conferire prestazioni d'opera o servizi, senza eccezioni né deroghe⁵, al contrario la normativa della s.r.l. non solo non ripropone il divieto, ma disciplina accuratamente l'ipotesi in cui vengano conferite prestazioni d'opera o servizi⁶, prendendo coscienza delle esigenze che dovrà effettivamente soddisfare nella prassi.

La s.r.l. diventa in questo modo un ente dove la personalità, le qualità e i difetti dei singoli soci assumono una posizione preponderante, mettendo in secondo piano il capitale finanziario. Si crea quasi un ibrido tra le società di persone e quelle di capitali.

Attraverso una delle più significative riforme societarie degli ultimi anni, il legislatore offre all'impresa italiana una precisa duplice scelta. Da un lato, l'importanza del capitale domina il modello della s.p.a., con tutti i vantaggi che può portare in termini di finanziamento e quotazione affiancati dagli svantaggi di

⁵ Si veda l'art. 2342 cod. civ., che recita “[...] Non possono formare oggetto di conferimento le prestazioni di opera o di servizi.”

⁶ “[...] Il conferimento può anche avvenire mediante la prestazione di una polizza di assicurazione o di una fideiussione bancaria con cui vengono garantiti, per l'intero valore ad essi assegnato, gli obblighi assunti dal socio aventi per oggetto la prestazione d'opera o di servizi a favore della società. In tal caso, se l'atto costitutivo lo prevede, la polizza o la fideiussione possono essere sostituite dal socio con il versamento a titolo di cauzione del corrispondente importo in danaro presso la società.[...]” (art. 2464, cod. civ). L'ottica legislativa risulta profondamente diversa da quella adottata nella disciplina della s.p.a. Per la trattazione approfondita del tema V. *infra* cap. I, par. 2.1.

una società dettagliatamente disciplinata, ancorata alla compattezza del patrimonio cui presta continua attenzione. Dall'altro, il tipo della s.r.l., in cui le relazioni umane e le persone coinvolte hanno la possibilità di unirsi in una collettività che riconosca la loro imprescindibile unicità di individui, con gli svantaggi derivanti dai limiti alla circolazione delle quote (risultato inevitabile in un contesto dominato dal personalismo) e gli enormi vantaggi in termini di autonomia ed indipendenza.

Dunque, la maggiore libertà dei soci costituisce la caratteristica principe del nuovo tipo, riconoscendosi ai singoli componenti della s.r.l. la possibilità di adattare il modello societario alle loro esigenze, con un'autonomia tipica delle società di persone unita al vantaggio della responsabilità limitata (con un'autonomia patrimoniale perfetta). Il legislatore traccia così un percorso del tutto nuovo, abbandonando le decisioni normative adottate più di un secolo prima.

Fu infatti nel 1882 che il Codice di Commercio italiano introdusse una forma di società anonima con capitale diviso in quote. Questo ente non poteva avere la pretesa di configurarsi quale tipo autonomo, ma piuttosto come sottotipo della società per azioni (o, come indicato con il linguaggio del cod. comm., società anonima per azioni ⁷). L'unica distinzione tra le due categorie risiedeva nel modo in cui il capitale sociale veniva suddiviso tra i soggetti: numerose frazioni tutte uguali (azioni) o una sola parte per ciascun socio (quote). Non differenziandosi sotto nessun'altra punto di vista, la società anonima per quote fu destinata all'insuccesso e all'inutilizzo, a tal punto che nel 1911 venne espunta dal nostro ordinamento, scomparendo completamente dall'orizzonte italiano. Al contrario in quello stesso periodo, nei vicini Paesi europei, cominciava ad affermarsi la presenza di una società particolare, "a garanzia limitata" per i suoi soci, variamente

⁷ Il Codice di Commercio del 1882 si occupava in maniera generica delle società anonime, che erano definite quali "*enti collettivi distinti dalle persone dei soci*", trattando la divisione tra azioni e quote come meramente interna al tipo. Recitava infatti l'art. 76 cod. comm., elencando i diversi modelli "[...] la società anonima, nella quale le obbligazioni sociali sono garantite soltanto limitatamente ad un determinato capitale, e ciascun socio non è obbligato che per la sua quota o per la sua azione."

denominata, ispirata al modello inglese delle *limited liability companies*⁸ e destinata ad espandersi a macchia d'olio in tutto il continente⁹.

D'altronde, anche nelle aziende italiane si presentarono subito le prime esigenze di una forma societaria più flessibile. Le imprese di minori dimensioni, dove la personalità dei soci e il loro "saper fare" assumevano una sempre maggiore rilevanza, auspicavano un modello strutturale che fosse più conveniente della società anonima per azioni. Nel 1922 fu Cesare Vivante, nel suo "*Progetto preliminare per un nuovo codice di commercio*", ad introdurre una "società a garanzia limitata"¹⁰, che nonostante nella denominazione si ispirasse all'esperienza normativa straniera presentava tuttavia caratteri innovativi, dalla limitazione dei soci al minore capitale sociale, dalla massima pubblicità alla presenza solo facoltativa dell'organo di controllo.

Il dibattito aperto dal c.d. "*Progetto Vivante*" continuò fino ai lavori per il codice del 1942, arrivando lo stesso giurista a cambiare la sua opinione e dichia-

⁸ Società precorritrici della moderna s.r.l. cominciarono a comparire in Inghilterra nel XVII secolo, per poi definire le proprie caratteristiche nella prima metà del 1800. Diversa era la situazione in Europa continentale, dove nel 1892, la Germania fu il primo Paese ad introdurre una società a responsabilità limitata, la *GmbH (Gesellschaft mit beschränkter Haftung)*, seguita dall'Austria nel 1906, che ricalcò la disciplina tedesca nell'elaborazione della nuova società. La Francia arrivò alla stessa disciplina un trentennio dopo, con l'introduzione nel 1925 della *s.a.r.l. (société à responsabilité limitée)*, apportando alcune modifiche alla normativa tedesca.

⁹ L'evoluzione storica della s.r.l. nel nostro ordinamento viene affrontata esaurientemente da M. STELLA RICHTER "*Antecedenti e vicende della società a responsabilità limitata*", in "*S.r.l. Commentario*", DOLMETTA A. A. e PRESTI G. (a cura di); ed. da Giuffrè, 2011; E. RICCIARDIELLO "*Il socio amministratore di s.r.l.*", "*Quaderni di giurisprudenza commerciale*", Vol. 314, ed. da Giuffrè, 2008.

¹⁰ Il c.d. "*Progetto Vivante*" fu il primo tentativo di riformare un sistema ormai fonte di profonde insoddisfazioni. Dal 1882 gli imprenditori italiani avvertivano la società anonima inadeguata alle loro esigenze, al bisogno di gestire e controllare l'ente, volendo essi stessi essere soci ed amministratori. Il ricorso ai patti parasociali aumentò in modo esponenziale, creando una vera e propria disciplina contrattualistica accanto a quella legale. L'idea di una società più semplice e facile da controllare, con un ruolo preminente dei soci, fu la base del *Progetto* del 1922, il quale tuttavia non divenne mai vigente.

In tal senso anche M. STELLA RICHTER "*Antecedenti e vicende della società a responsabilità limitata*", op. cit., al quale si rimanda per un approfondimento sulla ricostruzione storica.

rare nel 1934 che non era affatto necessaria una società a garanzia limitata, ma piuttosto una c.d. “società anonima a scartamento ridotto”¹¹, non aperta al mercato finanziario e progettata *ad hoc* per le imprese più piccole. L’autore era convinto che il modello dovesse essere costruito tramite un sistema di deroghe, indicando in quali punti si dovesse differenziare dalla disciplina della società per azioni ed elaborando così un tipo per derivazione. Una “piccola società per azioni”¹², per l’appunto.

Queste furono le linee guide che mossero il riformatore del 1940 e portarono ai 13 nuovi articoli dedicati alla neonata società a responsabilità limitata, modellata per derivazione dalla più complessa società per azioni. Come affermato nel “Progetto al codice di commercio” del 1940 (destinato poi a confluire quasi interamente nel libro quinto del cod. civ., salve ridotte modifiche), la disciplina della s.r.l. venne predisposta partendo da quella della s.p.a., che fu snellita con l’introduzione di norme mutate dalla più elementare società in nome collettivo. Nel nuovo tipo si decise dunque di mantenere un’impronta rigidamente capitalistica, con una regolamentazione ben lontana da come sarebbe dovuto essere il regime intermedio auspicato dall’imprenditoria italiana e dal “Progetto Vivante” del 1922.

Dovette trascorrere più di mezzo secolo affinché il dibattito sorto intorno a questa peculiarissima figura riuscisse a plasmare una forma nuova. La sua storia, ma soprattutto le idee a questa sottese, mostrano che la s.r.l. della normativa odierna fu il risultato di un profondo intervento innovatore, il quale cercò di svincolarla dalla s.p.a. e farla assurgere finalmente a tipo autonomo. Dalla disciplina riformata emerge la consapevolezza che la s.r.l. dovesse porsi non più come categoria di derivazione, ma come modello semplificato ed fondato sulla perso-

¹¹ Così C. VIVANTE, “Contributo alla riforma delle società anonime”, in *Rivista del Diritto Commerciale*, 1934, I, pag. 312. Descrivendo “una forma di società anonima a scartamento ridotto che, pur giovandosi della responsabilità limitata, assuma una forma modesta e adeguata a un’attività ristretta di pochi soci, estranea alle speculazioni di borsa”, l’autore delineò un modello che nei suoi tratti generali confluì pochi anni dopo nel codice civile.

¹² V. *supra* cap. I, par. 1, nota n. 3.

nalità dei soci, che ne costituivano il vero nocciolo. Fu così che il Parlamento incaricò il Governo di ridisegnarne la disciplina con la legge delega n. 366/2001, dove furono chiaramente espresse le linee-guida da seguire¹³, in netto contrasto con l'istituto del passato.

La società a responsabilità limitata in tal modo costruita presenta caratteristiche *sui generis*, essendo dotata di vantaggi tipici delle società di capitali e delle società di persone, ponendosi come tipo intermedio e abbandonando definitivamente l'idea alla base della società anonima per quote. La nuova normativa è stata capace di coniugare la limitata responsabilità patrimoniale e la personalità del socio. L'attivismo sociale delle persone che ne fanno parte diventa il centro della nuova disciplina dell'organo di controllo e delle delibere assembleari.

Ogni forma di garanzia viene quindi affidata alla pubblicità interna piuttosto che esterna, nella convinzione legislativa di trovarsi di fronte a soggetti non meri investitori, ma attivi partecipanti alla compagine, che si interessano, si animano e si lasciano coinvolgere nella vita dell'ente. La quota non rileva più solo per il valore monetario ed economico, ma diventa sinonimo di partecipazione attiva e responsabile, di meno controlli governativi e maggiore autonomia.

Tale punto è stato d'altronde recentemente ribadito anche dalla giurisprudenza, che in relazione al trasferimento delle quote ha sottolineato che ad interessare è la partecipazione sociale e non semplicemente la frazione economica del

¹³ La legge delega elenca i principi generali per le società di capitale all'art. 2, dove menziona chiaramente la distinzioni in almeno due tipi, autonomi l'uno rispetto all'altro: "[...]f) nel rispetto dei principi di libertà di iniziativa economica e di libera scelta delle forme organizzative dell'impresa, *prevedere due modelli societari riferiti l'uno alla società a responsabilità limitata e l'altro alla società per azioni*, ivi compresa la variante della società in accomandita per azioni". La legge n. 366/2001 prosegue nell'art. seguente, elaborando i principi generali della "nuova" s.r.l., dove si dovrà "a) prevedere un autonomo ed organico complesso di norme, anche suppletive, modellato sul principio della rilevanza centrale del socio e dei rapporti contrattuali tra soci; b) prevedere un'ampia autonomia statutaria; c) prevedere la libertà di forme organizzative, nel rispetto del principio di certezza nei rapporti coi terzi" (art.3 comma primo, legge cit.). La s.r.l., quale tipo autonomo di società di capitali, risulta così già delineata nella delega parlamentare, che riesce a delineare con precisione il percorso che si sarebbe dovuto seguire nell'importante riforma italiana.

capitale¹⁴. Si crea così un prototipo societario incentrato sulla persona, che gode dell'autonomia patrimoniale perfetta e che richiede un controllo privato, non pubblico.

Il legislatore del 2003 guardava ad una società voluta dai suoi fondatori, curata da questi, vissuta in ogni momento, limitata nel rischio e amplificata nei poteri. E questo nuovo carattere si manifesta *in primis* proprio con le norme dettate per il sistema dei controlli. Nel codice civile del 1942 i poteri dei singoli soci erano stati limitati, con la previsione di una disciplina analoga a quella della s.p.a., caratterizzata da soci passivi, e rigidamente definita dalla legge nei suoi aspetti fondamentali¹⁵. Al contrario, con il d.lgs. n. 6/2003 si traccia una separazione netta tra i due tipi legali, con un socio coinvolto direttamente ed individualmente e un organo di controllo in larga parte disciplinato dallo stesso atto

¹⁴ “La cessione delle quote di una società di capitali ha come oggetto la partecipazione sociale e solo quale oggetto mediato la quota del patrimonio, pertanto un errore caduto sul bene oggetto del patrimonio non costituisce errore sul valore dell’oggetto compravenduto, che è la quota sociale”. TRIB. MILANO, SEZ. SPECIALIZZATA IMPRESA, sent. n. 9906 del 4 agosto 2014, Redazione Giuffrè 2014, consultabile liberamente *online* sul sito www.iusexplorer.it/Giurisprudenza/Massima?idDocMaster=4367480&idDataBanks=0&idUnitaDoc=0&nVigUnitaDoc=1&pagina=1&NavId=2116218693&pid=19&IsCorr=False.

¹⁵ Dall’analisi della disciplina *ante* riforma emerge che la normativa relativa al controllo della s.r.l. era contenuta in poche disposizioni, con il proprio fulcro nell’art. 2488 cod. civ. (il quale in materia di collegio sindacale così recitava: “La nomina del collegio sindacale è obbligatoria se il capitale non è inferiore ad un milione di lire o se è stabilita nell’atto costitutivo. In tal caso si applicano le disposizioni degli articoli 2397 e seguenti. Anche quando manca il collegio sindacale, si applica l’art. 2409.”) e nel successivo art. 2489 cod. civ. (“Nelle società in cui non esiste il collegio sindacale, ciascun socio ha diritto di avere dagli amministratori notizia dello svolgimento degli affari sociali e di consultare i libri sociali. I soci che rappresentano almeno un terzo del capitale hanno inoltre il diritto di far eseguire annualmente a proprie spese la revisione della gestione. È nullo ogni patto contrario.”).

Già da queste due sole norme si evince il richiamo alla s.p.a. (che torna in quasi tutte le disposizioni successive, dalle decisioni assembleari all’amministrazione), così delineando una s.r.l. identica nel suo organo di controllo alla principale società di capitale con un rinvio normativo integrale. Inoltre i due articoli mostrano il ruolo marginale del socio, cui non era consentito procedere autonomamente al controllo, potendosi esclusivamente rivolgere agli amministratori. Infatti, la revisione della gestione era possibile solo per quei soci che detenessero almeno un terzo del capitale sociale (e si trattava di una quota quanto meno significativa).

costitutivo¹⁶. Ai soci vengono attribuiti anche ulteriori diritti di *voice* interna e, di conseguenza, il ruolo maggiore, da loro svolto, corrisponde ad un minore intervento statale, collegato e giustificato dalla chiusura del nuovo modello. La s.r.l. *post* riforma si pone come espressione delle imprese di minori dimensioni destinate a non quotarsi, limitate nella capacità di raggiungere un vasto e frazionato pubblico risparmiatore e riservate a chi ha scelto di mettersi in gioco e partecipare attivamente alla loro vita quotidiana.

La differenza rispetto al suo secolare archetipo si delinea così in maniera evidente. Nel 1942 il legislatore vedeva la s.r.l. come l'ente ideato per coloro che, con più limitate risorse economiche e minori dimensioni, preferivano ricorrere ad una società di capitali più piccola, più facile da gestire, dovendosi all'epoca confrontare con la propaganda italiana della grande industria e della società capillarmente meccanizzata portata avanti dal regime fascista. L'ottica muta completamente negli anni 2000, quando il Governo e il Parlamento accettarono

¹⁶ Profondamente modificato nel 2003 rispetto alla disciplina previgente risulta il ruolo e l'esercizio del controllo, delineato dal nuovo art. 2476 cod. civ. (che tratta così la questione: “[...] I soci che non partecipano all'amministrazione hanno diritto di avere dagli amministratori notizie sullo svolgimento degli affari sociali e di consultare, anche tramite professionisti di loro fiducia, i libri sociali ed i documenti relativi all'amministrazione. *L'azione di responsabilità contro gli amministratori è promossa da ciascun socio*, il quale può altresì chiedere, in caso di gravi irregolarità nella gestione della società, che sia adottato provvedimento cautelare di revoca degli amministratori medesimi. In tal caso il giudice può subordinare il provvedimento alla prestazione di apposita cauzione. [...]”, enfasi aggiunta).

Non si richiede più un capitale minimo per poter esercitare il controllo della gestione, ma questo diventa un diritto riconosciuto ad ogni socio, il quale potrà in qualsiasi tempo attivarsi per controllare l'attività gestoria degli amministratori. Inoltre la s.r.l. abbandona definitivamente la sua costruzione come modello di derivazione, limitando considerevolmente i casi di rinvio alla disciplina della s.p.a. Per quanto concerne l'organo di controllo compare il richiamo nella sola ipotesi dell'obbligatoria nomina del collegio sindacale. Si lascia così all'autonomia privata la disciplina dell'organo nelle ipotesi in cui la sua presenza (o quella del sindaco unico) sia determinata dalla volontà dei soci e non dalla legge. La differenza rispetto alla normativa previgente si esprime allora con una nuova libertà statutaria contrapposta alla rigidità del modello legale della s.p.a. Per un'analisi approfondita degli sviluppi storici della disciplina si rimanda a P. BENAZZO, “*I controlli interni nella s.r.l. dal 1942 al 2012*”, op. cit.

invece la diversa realtà economica italiana, dominata dalla micro imprenditoria¹⁷, e rimodellarono *ad hoc* uno dei tipi societari.

Il risultato di questa rinnovata coscienza ed evoluzione è la s.r.l. che conosciamo, un ente che condivide con le tipiche società di persone la semplicità strutturale, la grande flessibilità e l'autonomia sociale, ma al contempo permette di sfruttare pienamente i basilari vantaggi delle società di capitali, con la segregazione patrimoniale e la riduzione del rischio sopportato dai membri. Una società che sappia appunto adattarsi alla piccola dimensione artigianale, che ha dominato lo scenario italiano dal Medioevo. La s.r.l. è stata dunque ripensata come il luogo di espressione della libertà dei soci, all'interno delle diverse società di capitali.

La disciplina dei controlli, esaminata in precedenza, è solo una delle introduzioni normative che mostrano ed esaltano la grande autonomia riconosciuta al modello. Si può ricordare anche l'attribuzione dei poteri di amministrazione e gestione direttamente ai soci, ipotesi al contrario impensabile nella rigida s.p.a. In tale ottica, l'intervento della regolamentazione pubblica nella s.r.l. viene ridotto al nocciolo per garantire che questo nuovo tipo si faccia veicolo delle istanze dei suoi fondatori, riuscendo ad adeguarsi alla multiforme realtà imprenditoriale che dovrà affrontare. L'intenzione legislativa era costruire una società che potesse essere sfruttata, in tutte le sue potenzialità, nei più diversi contesti economici.

I numeri hanno confermato il successo dell'intervento riformatore del 2003: con più di 1.400.000¹⁸ s.r.l. contro circa 44.000¹⁹ s.p.a., il divario è profondo.

¹⁷ Il Rapporto ISTAT sull'imprenditoria italiana del 2015 ha stimato che negli anni tra il 2012 e il 2014 la maggior parte delle imprese hanno un numero di dipendenti inferiori ai 10, classificandosi come "micro imprese". In media si tratta dell'86,4% nel 2013 (con vette del 90% in Commercio e Costruzioni e minimi nel settore dell'industria, con appena il 70%). Merita di essere sottolineato che la restante quota è divisa principalmente tra piccole imprese (al di sotto dei 50 dipendenti, che raggiungono quasi il 30% nel settore dell'Industria). Per ogni altro dato si rimanda al Rapporto di dicembre 2015, "*L'imprenditorialità in Italia, anni 2012-2014*", http://www.istat.it/it/files/2015/12/Imprenditorialita_in_Italia_2012_2014.pdf?title=Imprenditorialità+in+Italia+-+22%2Fdic%2F2015+-+Testo+integrale.pdf.

Gli imprenditori hanno mostrato chiaramente come negli ultimi dodici anni la s.r.l. sia stato il tipo societario veramente capace di farsi portavoce delle loro esigenze, di mutare insieme ai mercati e alle innovazioni tecnologiche. La s.r.l. si è imposta come modello economico predominante, garantendo un controllo proprietario forte e concedendo libertà di amministrazione e gestione senza il timore di perdite eccessive. Il tipo societario che si è dimostrato capace di dare forma alla realtà italiana, senza mai perdere di vista la tutela di soci, creditori e terzi.

2. IL CARATTERE “PERSONALISTICO” DEL TIPO S.R.L.

L’analisi degli sviluppi storici, che hanno portato alla creazione della s.r.l., ha permesso di comprendere meglio l’intento della riforma del 2003 e la disciplina che con questa è stata introdotta. Le nuove disposizioni pongono in luce alcuni dettagli salienti, che caratterizzano e distanziano la s.r.l. dalla s.p.a., rese per tale via due tipi non solo autonomi, ma profondamente diversi. Se nella lettura dei numerosi articoli che il codice dedica alla s.p.a. le parole più ricorrenti sono “azioni” e “azionisti”, nella s.r.l. invece i soci sono i veri indiscussi protagonisti e, in quanto tali, si ritrovano investiti di poteri dipendenti dalla loro persona e non da frazioni tutte uguali. Come è facilmente intuibile, la centralità che così i partecipanti alla compagine sociale rivestono comporta una serie di conseguenze nella normativa di questo peculiare tipo.

¹⁸ I dati sono estratti dal sito <http://www.mi.camcom.it/database-societario>, con riferimento alla *Macroestrazione societaria al 31 Dicembre del 2014* (l’ultima disponibile), “*Q01RI – Le consistenze generali delle società iscritte al Registro Imprese*”. Può anche essere interessante evidenziare che circa il 15% delle s.r.l. considerate sono a socio unico.

¹⁹ Anche in questo caso si rinvia al Database societario della Camera di Commercio e alla *Macroestrazione societaria* di cui sopra (V. *supra* cap I, par. 1, nota n. 18).

È proprio attraverso alcune poche, chiare e concise disposizioni²⁰ che il legislatore va a creare l'autonomia del tipo s.r.l., assimilata ad una società di persone che goda del più significativo beneficio delle società di capitali: la responsabilità limitata (e con essa l'autonomia patrimoniale perfetta). Gli articoli dedicati alla società in esame tracciano il confine tra i due istituti. Accentuano le diverse finalità che porteranno i soci a scegliere un modello piuttosto che l'altro e permettono all'interprete di individuare puntualmente quale giustificazione si nasconde - e si rivela - dietro ad un ente sostanzialmente libero da interferenze legislative e non condizionato da una pesante disciplina codicistica.

I soci della s.r.l. decidono di rischiare con le proprie quote, potendo e dovendo al contempo occuparsi dell'amministrazione e del controllo della società, chiusa al mercato, caratterizzata da una disciplina restrittiva anche riguardo all'emissione dei titoli di debito²¹. La presenza di un sistema di tutele molto me-

²⁰ Il termine "quota" compare in meno di dieci articoli della disciplina *post* riforma e tra questi sono solo alcuni a dettarne effettivamente la disciplina.

²¹ La disposizione in considerazione è l'art. 2483 cod. civ. ("Se l'atto costitutivo lo prevede, la società può emettere titoli di debito. In tal caso l'atto costitutivo attribuisce la relativa competenza ai soci o agli amministratori determinando gli eventuali limiti, le modalità e le maggioranze necessarie per la decisione. I titoli emessi ai sensi del precedente comma possono essere sottoscritti soltanto da investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale a norma delle leggi speciali. In caso di successiva circolazione dei titoli di debito, chi li trasferisce risponde della solvenza della società nei confronti degli acquirenti che non siano investitori professionali ovvero soci della società medesima. La decisione di emissione dei titoli prevede le condizioni del prestito e le modalità del rimborso ed è iscritta a cura degli amministratori presso il registro delle imprese. Può altresì prevedere che, previo consenso della maggioranza dei possessori dei titoli, la società possa modificare tali condizioni e modalità. Restano salve le disposizioni di leggi speciali relative a particolari categorie di società e alle riserve di attività.").

Come risulta dal testo, i titoli di debito possono essere emessi solo quando tale facoltà sia espressamente ammessa nell'atto costitutivo, la competenza può spettare anche ai soci e si richiede che siano sottoscritte da investitori professionali, i quali saranno garanti della solvibilità del titolo stesso in caso di un successivo trasferimento dello stesso. È una normativa molto più restrittiva, attenta a fornire tutele ben calibrate per i soggetti esterni, non soci della s.r.l. Risulta evidente in particolare la differenza con le obbligazioni delle s.p.a., dove al contrario tali strumenti possono essere emessi esclusivamente dagli amministratori, salvo deroga statutaria o legale. Inoltre nella s.p.a. la previsione della sottoscrizione ad opera dei soli investitori professio-

no rigido della s.p.a. è giustificato proprio dalla costituzione di una società destinata esclusivamente ad assicurare una segregazione patrimoniale ai suoi soci, senza possibilità di aperture al pubblico risparmio.

Si delinea così l'idea che guidò il legislatore nella riformulazione della normativa; la s.r.l. prevede un sistema di controllo ed amministrazione depotenziato a fronte di una partecipazione attiva e di una posizione dominante nelle mani dei soci, essendo un ente destinato a rimanere lontano dal mercato regolamentato. Non sono ammessi soggetti esterni, non vi è spazio per i piccoli e frammentati investitori in tale tipo. Il modello in esame si pone, nei tratti principali e caratteristici della sua forma, come totalmente altro, quasi l'estremo opposto, delle s.p.a. quotate, frazionate, non strettamente controllate dai loro fondatori. Quindi, si presenta quale società in cui il mantenimento del controllo è bilanciato proprio da quei limiti intrinseci alla sua natura.

Con l'intento di esplicitare tali distinzioni, nei paragrafi successivi si procederà all'esame delle caratteristiche salienti che rendono la s.r.l. un modello chiuso, non adatto a quotarsi e profondamente legato alla personalità dei suoi soci. Nello specifico si guarderà alla disciplina della partecipazione sociale (la quota), alle fonti di finanziamento e alle operazioni sulle quote proprie, per meglio illustrare nel secondo capitolo dell'elaborato le novità normative intervenute dal 2012.

2.1. IL RUOLO CENTRALE DEL SOCIO: LA QUOTA.

Per analizzare le peculiarità della disciplina della s.r.l., è necessario partire dalle disposizioni in cui queste appaiono evidenti. L'esame si dispiega quindi dall'art. 2468 cod. civ., dedicato alla quota e rubricato proprio "*quote di partecipazione*", che nel suo testo recita:

nali è limitata all'unico caso in cui si superi il limite legale previsto per l'emissione di obbligazioni. Anche in questo singolo articolo si palesa all'interprete l'incolmabile distanza di fondo tra i due modelli. Per una trattazione approfondita della disciplina dei titoli di debito V. *infra* cap. I, par. 2.2.

“Le partecipazioni dei soci non possono essere rappresentate da azioni né costituire oggetto di sollecitazione all’investimento.

Salvo quanto disposto dal terzo comma del presente articolo, i diritti sociali spettano ai soci in misura proporzionale alla partecipazione da ciascuno posseduta. Se l’atto costitutivo non prevede diversamente, le partecipazioni dei soci sono determinate in misura proporzionale al conferimento.

Resta salva la possibilità che l’atto costitutivo preveda l’attribuzione a singoli soci di particolari diritti riguardanti l’amministrazione della società o la distribuzione degli utili.

Salvo diversa disposizione dell’atto costitutivo e salvo in ogni caso quanto previsto dal primo comma dell’articolo 2473, i diritti previsti dal precedente comma possono essere modificati solo con il consenso di tutti i soci.

Nel caso di comproprietà di una partecipazione, i diritti dei comproprietari devono essere esercitati da un rappresentante comune nominato secondo le modalità previste dagli articoli 1105 e 1106”.

Procedendo con ordine, si osserva che il primo comma richiama la distinzione tra s.r.l. e s.p.a. che già compariva nel codice di commercio del 1882: non l’azione, ma la quota è la forma della partecipazione societaria in esame. D’altronde, come ribadisce fin da subito il legislatore, la suddetta quota non potrà essere in nessun modo oggetto di pubblico risparmio, né potrà essere quotata sui mercati regolamentati. Rimarrà allora estranea alla più ampia realtà dei mercati finanziari. In questo primo comma già risalta in tal modo il carattere chiuso della s.r.l., che si lega anche alla particolare disciplina della pubblicità in caso di trasferimento della quota, rinvenibile nell’art. 2470 cod. civ.²².

²² Recita infatti l’art. 2470 cod. civ.: “Il trasferimento delle partecipazioni ha effetto di fronte alla società dal momento del deposito di cui al successivo comma. L’atto di trasferimento, con sottoscrizione autenticata, deve essere depositato entro trenta giorni, a cura del notaio autenticante, presso l’ufficio del registro delle imprese nella cui circoscrizione è stabilita la sede sociale. In caso di trasferimento a causa di morte il deposito è effettuato a richiesta dell’erede o del legatario verso presentazione della documentazione richiesta per l’annotazione nel libro dei soci dei corrispondenti trasferimenti in materia di società per azioni. Se la quota è alienata con successivi contratti a più persone, quella tra esse che per prima ha effettuato in buona fede

La scelta legislativa contenuta nell'ultima disposizione citata viene spiegata chiaramente nella *Relazione alla riforma* del 2003. Nel testo il Governo sostenne la non necessità per le quote di una tutela pubblicitaria strettamente formale pari a quella dei beni immobili; conseguentemente le partecipazioni sociali dovrebbero essere invece assimilate ai beni mobili²³, come si evince dal richiamo alla *buona fede* nella disposizione citata.

l'iscrizione nel registro delle imprese è preferita alle altre, anche se il suo titolo è di data posteriore. Quando l'intera partecipazione appartiene ad un solo socio o muta la persona dell'unico socio, gli amministratori devono depositare per l'iscrizione nel registro delle imprese una dichiarazione contenente l'indicazione del cognome e nome o della denominazione, della data e del luogo di nascita o lo Stato di costituzione, del domicilio o della sede e cittadinanza dell'unico socio. Quando si costituisce o ricostituisce la pluralità dei soci, gli amministratori ne devono depositare apposita dichiarazione per l'iscrizione nel registro delle imprese. L'unico socio o colui che cessa di essere tale può provvedere alla pubblicità prevista nei commi precedenti. Le dichiarazioni degli amministratori previste dai commi quarto e quinto e quinto devono essere depositate entro trenta giorni dall'avvenuta variazione della compagine sociale.”.

Si segnala che l'articolo odierno è frutto di successive rielaborazioni, la più significativa delle quali ha comportato l'abrogazione dell'obbligatoria tenuta del libro soci (d.l. n. 185 del 29 novembre 2008, convertito con modificazioni in l. n. 2 del 28 gennaio 2009, pubblicata in *Gazzetta Ufficiale* n. 22 del 28 gennaio 2009, *Supplemento Ordinario* n. 14). Nel testo in vigore tra il 2003 e il 2008 risultava infatti richiesta anche l'apposita annotazione nel libro sociale in caso di trasferimento della partecipazione. Nonostante la caduta dell'obbligo legale, molte società continuano oggi a tenere il libro soci ed aggiornarlo, per evitare anche modifiche eccessivamente frequenti nel registro delle imprese.

²³ La questione è stata affrontata anche dalla CASS. CIV. SEZ. III, sent. n. 22361 del 21 ottobre 2009, in *Giustizia civile massimario*, 2009, 10, che, nonostante la controversia vertesse sul diritto fallimentare e la possibilità di esecuzione forzata sulla quota, ha colto l'occasione per ricordare l'unitarietà della partecipazione sociale e la sua equiparazione ad un bene mobile per le relative formalità pubblicitarie (per citarne la massima: “*La quota di partecipazione in una società a responsabilità limitata esprime una posizione contrattuale obiettivata, che va considerata come bene immateriale equiparabile al bene mobile non iscritto in pubblico registro ai sensi dell'art. 812 c.c., per cui ad essa possono applicarsi, a norma dell'art. 813, ultima parte, c.c., le disposizioni concernenti i beni mobili e, in particolare, la disciplina delle situazioni soggettive reali e dei conflitti tra di esse sul medesimo bene, poiché la quota, pur non configurandosi come bene materiale al pari dell'azione, ha tuttavia un valore patrimoniale oggettivo, costituito dalla frazione del patrimonio che rappresenta, e va perciò configurata come oggetto unitario di diritti; ne consegue che le quote di partecipazione ad una società a responsabilità limitata possono essere oggetto di pignoramento nei confronti del socio che ne è titolare, a nulla rilevando il fal-*”

Il legislatore voleva evitare di giungere al “risultato paradossale di tutelare maggiormente chi acquista una posizione giuridica non tipicamente destinata alla circolazione, come la partecipazione in società a responsabilità limitata, rispetto a chi acquista un titolo azionario che invece si caratterizza per *quella tipica destinazione*”²⁴. Quindi, concentrandosi semplicemente su un articolo in materia di trasparenza diventa possibile per l’interprete cogliere una prima limitazione che soffre la s.r.l., destinata a rimanere sotto un forte controllo dei soci e non potendo ammettere la presenza di investitori interessati solo ai suoi guadagni e non alla gestione.

Tornando all’art. 2468 cod. civ., il secondo e terzo comma rivestono un’importanza essenziale nel segnare le caratteristiche della quota, profondamente diversa da quelle azioni tutte uguali e con uguali diritti che dominano il panorama della s.p.a. Se il secondo comma detta una regola di *default* per ogni evenienza non prevista dall’atto costitutivo, il terzo comma al contrario segna la vera rivoluzione del tipo in esame. La s.r.l. si impone tra le società di capitali come *unicum*: il legislatore non ripropone in questo caso le previsioni dell’art. 2348²⁵ cod. civ. (la cui rubrica “*categorie di azioni*” ne lascia facilmente intendere il contenuto). Le categorie di azioni si basano sull’esistenza di numerose parti uguali del capitale sociale, che attribuiscono gli stessi diritti (e ogni categoria può attribuire diritti diversamente declinati), ma sempre in maniera indipendente dal-

limento della società, che è terzo rispetto al processo esecutivo, cui pertanto non si applica l’art. 51 l. fall.).

²⁴ Per il testo completo in materia, si rinvia a CONSIGLIO DEI MINISTRI, *Relazione al D.Lgs. n. 6/2003*, op. cit., pag. 37.

²⁵ Il testo dell’articolo formula infatti un principio molto diverso, opposto a quello delle s.r.l.: “Le azioni devono essere di uguale valore e conferiscono ai loro possessori uguali diritti. Si possono tuttavia creare, con lo statuto o con successive modificazioni di questo, categorie di azioni fornite di diritti diversi anche per quanto concerne la incidenza delle perdite. In tal caso la società, nei limiti imposti dalla legge, può liberamente determinare il contenuto delle azioni delle varie categorie. Tutte le azioni appartenenti ad una medesima categoria conferiscono uguali diritti.” (art. 2348 cod. civ.).

la persona del socio. Non conta chi detiene una certa azione, quel soggetto avrà comunque tutti i diritti e le facoltà che questa comporta e trasporta.

Nella s.r.l. la situazione è completamente ribaltata. L'art. 2468 cod. civ. non fa affatto riferimento a delle "categorie", ma bensì a "singoli soci" che si vedono attribuiti "diritti particolari". Ogni socio ha una quota e questa, in ragione della personalità del soggetto che ne ha la proprietà, può comportare un qualche peculiare diritto amministrativo o patrimoniale (sempre nei limiti legali, si intende), perché quel particolare diritto si vuole attribuire proprio a quel socio e a nessun altro ²⁶.

Non esisteranno categorie di quote e del resto non potrebbero esistere perché diametralmente contrarie allo spirito che ha guidato la riforma della s.r.l. nel 2003. Se il centro della compagine diventa la persona, non si può più teorizzare una partecipazione dotata di una vita autonoma (come l'azione), oggettivata, standardizzata, catalogata. La quota non si può separare dalla personalità che vi ha investito, la quale potrebbe magari avere conferito proprio una qualche prestazione d'opera, nella quale come insegna l'ordinamento giuridico in più situazioni le qualità personali sono tutt'altro che secondarie. L'idea di una categoria di quote snaturerebbe completamente il tipo societario, comportando un suo riavvicinamento alla s.p.a., una perdita di autonomia e soprattutto il venire meno della sua base fondamentale.

Quando il legislatore richiama più volte il necessario "attivismo sociale", intende sottolineare proprio il ruolo primario che il socio ha e che si esplica attraverso la sua quota e i singolari diritti che questa attribuisce. Peculiarità che si riflette nella disciplina del trasferimento della stessa. Quando un soggetto riceve la proprietà di un'azione, acquisterà automaticamente tutti i diritti legati ad essa (anche se si tratta di un'azione non ordinaria, ma di categoria). Diversamente quando si acquista una quota, non si subentra di diritto in tutte le facoltà particolari che questa attribuiva al precedente proprietario.

²⁶ In tal senso G. F. CAMPOBASSO "Diritto Commerciale 2. Diritto delle società", ed. da UTET Giuridica, 2012, 8ª Edizione, M. Campobasso (a cura di).

I diritti non migrano con la quota²⁷, perché non sono legati indissolubilmente a questa, ma alla personalità del socio. E dovranno allora essere gli altri partecipanti all'ente a decidere, in considerazione dell'individuo che quella quota ha acquistato, se e quali facoltà aggiuntive mantenere intatte. Sotto questo aspetto affiora, come in altre disposizioni, l'autonomia statutaria²⁸ e la libertà di cui godono i soci della s.r.l., nella quale l'intervento pubblico è sempre ridotto ai minimi estremi.

L'attribuzione di diritti personali in capo ai soci e non sulla base di categorie standardizzate ritorna anche nel quarto comma dell'articolo analizzato. Le persone, con le loro rispettive qualità, coinvolte nell'amministrazione e gestione della società non sono indifferenti. Infatti, la modifica degli eventuali singoli particolari diritti attribuiti ad un socio può avvenire - salvo alcune eccezioni - solo con il consenso di tutti i partecipanti e quindi anche dello stesso socio che li detiene. Questa disposizione rende esplicito il ruolo centrale giocato dalla persona nella s.r.l., mostrando come siano i soci a decidere sempre a chi attribuire un diritto piuttosto che un altro. E ciò viene fatto sulla base di una valutazione che non può prescindere dalle capacità e dai difetti dei singoli.

Per la prima volta nell'ordinamento italiano l'individuo è posto al centro di una società di capitali. La previsione di cui al quarto comma tuttavia conosce due

²⁷ Il principio è affermato nel periodo immediatamente successivo alla riforma societaria, tra gli altri, dal Consiglio Notarile di Milano, che si esprime chiaramente sulla questione: “[...] in linea di principio, l'eventuale deroga all'uguaglianza ed alla proporzionalità dà luogo all'attribuzione di particolari diritti a singoli soci e non già alla creazione di partecipazioni sociali di per sé dotate di diritti diversi rispetto alle altre. Da ciò dovrebbe conseguire che in mancanza di appositi patti in diverso senso - non solo i diritti particolari sono immodificabili se non all'unanimità, come espressamente dispone il quarto comma - *ma essi sono anche intrasferibili insieme alla partecipazione, la cui alienazione, pertanto, dovrebbe comportare l'estinzione dei medesimi.*”. (CONS. NOTARILE DI MILANO, Massima n. 39 del 19 novembre 2004, enfasi aggiunta, liberamente consultabile all'indirizzo <http://www.consiglionotarilemilano.it/documenti-comuni/massime-commissione-societa/39.aspx>).

²⁸ Al riguardo si precisa, per amor di dettaglio, che nella s.r.l. *post* riforma non è più presente il documento “statuto”, essendo stabilito che anche le regole organizzative debbano confluire nell'atto costitutivo della società.

deroghe: la diversa previsione nell'atto costitutivo (che si pone perfettamente in linea con la grande autonomia riconosciuta dalla legge ai soci della s.r.l.) e l'art. 2473²⁹ cod. civ. È proprio quest'ultimo articolo citato che fissa il contraltare, una possibile clausola di salvezza, per il socio che non sia concorde con le modifiche apportate alle quote.

Il recesso - e la corrispondente previsione legislativa sul calcolo della relativa liquidazione - costituisce l'unico strumento di *exit* per il socio che non voglia più essere parte della s.r.l. In una s.p.a., di fronte a delibere poco gradite,

²⁹ L'art. 2473 c.c. è rubricato "*diritto di recesso*" e recita: "L'atto costitutivo determina quando il socio può recedere dalla società e le relative modalità. *In ogni caso il diritto di recesso compete ai soci che non hanno consentito al cambiamento dell'oggetto o del tipo di società, alla sua fusione o scissione, alla revoca dello stato di liquidazione al trasferimento della sede all'estero alla eliminazione di una o più cause di recesso previste dall'atto costitutivo e al compimento di operazioni che comportano una sostanziale modificazione dell'oggetto della società determinato nell'atto costitutivo o una rilevante modificazione dei diritti attribuiti ai soci a norma dell'articolo 2468, quarto comma.* Restano salve le disposizioni in materia di recesso per le società soggette ad attività di direzione e coordinamento. Nel caso di società contratta a tempo indeterminato il diritto di recesso compete al socio in ogni momento e può essere esercitato con un preavviso di almeno centottanta giorni; l'atto costitutivo può prevedere un periodo di preavviso di durata maggiore purché non superiore ad un anno. *I soci che recedono dalla società hanno diritto di ottenere il rimborso della propria partecipazione in proporzione del patrimonio sociale. Esso a tal fine è determinato tenendo conto del suo valore di mercato al momento della dichiarazione di recesso; in caso di disaccordo la determinazione è compiuta tramite relazione giurata di un esperto nominato dal tribunale, che provvede anche sulle spese, su istanza della parte più diligente; si applica in tal caso il primo comma dell'articolo 1349.* Il rimborso delle partecipazioni per cui è stato esercitato il diritto di recesso deve essere eseguito entro centottanta giorni dalla comunicazione del medesimo fatta alla società. *Esso può avvenire anche mediante acquisto da parte degli altri soci proporzionalmente alle loro partecipazioni oppure da parte di un terzo concordemente individuato da soci medesimi. Qualora ciò non avvenga, il rimborso è effettuato utilizzando riserve disponibili o in, mancanza, corrispondentemente riducendo il capitale sociale;* in quest'ultimo caso si applica l'articolo 2482 e, qualora sulla base di esso non risulti possibile il rimborso della partecipazione del socio receduto, la società viene posta in liquidazione. Il recesso non può essere esercitato e, se già esercitato, è privo di efficacia, se la società revoca la delibera che lo legittima ovvero se è deliberato lo scioglimento della società." (enfasi aggiunta). Si ricorda che l'art. 2482 cod. civ. è dedicato alla riduzione del capitale sociale. Per un'esplicazione della disciplina dell'art. 2473 cod. civ. si rimanda al testo più avanti.

l'azionista ha sempre la possibilità di godere del particolare regime di circolazione delle azioni e, qualora si tratti di società quotate, disfarsi di una partecipazione non voluta è non solo possibile, ma tendenzialmente facile e veloce. In un mercato aperto, dove le azioni circolano liberamente, ai membri sono offerte, rispetto agli enti chiusi, molte più occasioni di uscire dalla società ed evitare l'effetto di c.d. "imprigionamento del socio"³⁰.

La situazione è completamente diversa allorquando ci si trovi in una s.r.l., le cui quote non possono circolare come le azioni e sarà tendenzialmente difficile collocarle presso altri soggetti. È allora elevatissimo il rischio che un socio si ritrovi prigioniero dell'ente, costretto a rimanervi nonostante una svantaggiosa modifica dei diritti attribuiti alla sua quota. Tale pericolo aumenta nel caso in cui sia stata introdotta, nel rispetto della stessa possibilità contemplata dallo stesso art. 2468 cod. civ., una deroga nell'atto costitutivo alla disciplina legislativa di *default*, la quale richiede normalmente il consenso unanime per le modifiche dei diritti dei soci.

Come si precisa anche nella *Relazione* governativa, alla base del primo comma dell'art. 2473 cod. civ. vi fu esattamente l'intento di garantire una via d'uscita al socio della s.r.l. di fronte ad un cambiamento nelle quote o nella compagine. Il legislatore voleva evitare che il socio subisse coattivamente la decisione degli altri partecipanti, incidente sui suoi diritti patrimoniali e amministrativi. La tutela offerta è dunque lo strumento del recesso, affiancato da un sistema garantisco particolare. Infatti, nel tipo societario in esame la liquidazione verrà calcolata guardando al patrimonio sociale, per garantire una remunerazione adeguata al singolo.

³⁰ Il termine è utilizzato tra gli altri da P. CARRIÈRE "Il problematico inquadramento delle Investment Companies nel vigente quadro normativo del mercato finanziario", in *Rivista delle Società*, n. 5/2007; A. ALBANESE "Il controllo preventivo sugli atti delle società di capitali e delle cooperative fra storia e cronaca", in *Rivista trimestrale di Diritto e Procedura Civile*, n. 3/2001; R. CAPIELLO "Rassegna di diritto societario (1993-1998): Azioni, quote e obbligazioni", in *Rivista delle Società*, n. 3-4/2000; CASS. CIV., SEZ. I, SENT. N. 8048 del 3 settembre 1996, www.iusexplorer.it/Dejure/Sentenze?idDocMaster=2312171&idDataBanks=2&idUnitaDoc=0&nVigUnitaDoc=1&pagina=1&NavId=1320620330&pid=19&IsCorr=False.

L'art. 2473 cod. civ. precisa anche le modalità con cui si computerà la cifra spettante al socio, facendo riferimento al valore di mercato della partecipazione, e le fonti finanziarie dalle quali si potrà attingere per pagare la relativa somma. Il recesso del socio diventa così un costo che ricade sul bilancio societario e sugli altri partecipanti; potendo anche determinare una riduzione del capitale sociale laddove non vi siano riserve immediatamente disponibili per la liquidazione della quota.

Attraverso questo meccanismo combinato degli artt. 2468 e 2473 cod. civ., una grande forza contrattuale è riconosciuta al socio all'interno della compagine, potendo egli tutelare in tal modo la sua posizione al meglio ed evitando di finire vittima della "chiusura" tipica della s.r.l. È proprio l'unione di queste due disposizioni, con la preoccupazione che ne fu alla base, a mostrare come la s.r.l. sia stata concepita nel 2003 quale società chiusa, inaccessibile al pubblico al punto da ritenersi necessario apprestare uno specifico rimedio contro questa sua rigida caratteristica. È una questione alla quale prestare una certa attenzione per meglio comprendere anche la tesi che sarà sviluppata nei capitoli successivi di questo elaborato.

Infine, per concluderne l'analisi, il quinto comma dell'art. 2468 cod. civ. riproduce una previsione presente anche nelle s.p.a.³¹, attinente all'unicità ed indivisibilità della quota, disciplinando la particolare ipotesi della comproprietà.

La riflessione sull'art. 2468 cod. civ., dedicato alla quota, ha messo in luce una serie di caratteristiche proprie del tipo societario oggetto di studio.

La personalità del socio viene a dominare il panorama della s.r.l. e quello della quota, rendendo palese per l'interprete l'ideazione di questa partecipazione

³¹ Si può ricordare il testo dell'art. 2347 cod. civ., il cui primo comma presenta una formulazione praticamente identica al quinto comma art. 2468 cod. civ. (salvo alcuni aggiustamenti dettati dalle differenze basilari dei due modelli): "Le azioni sono indivisibili. Nel caso di comproprietà di un'azione, i diritti dei comproprietari devono essere esercitati da un rappresentante comune nominato secondo le modalità previste dagli articoli 1105 e 1106. Se il rappresentante comune non è stato nominato, le comunicazioni e le dichiarazioni fatte dalla società a uno dei comproprietari sono efficaci nei confronti di tutti. I comproprietari dell'azione rispondono solidalmente delle obbligazioni da essa derivanti."

sociale come chiusa, inadatta alla circolazione. La quota non è veicolo di diritti ed obblighi, ma è legata all'individuo e alla sua partecipazione attiva. È un bene mobile, con una disciplina della pubblicità del tutto depotenziata rispetto a quella della s.p.a., proprio per sottolineare la distanza dall'azione. Non è di alcuna utilità costruire un'architettura di sistema che protegga i soggetti terzi, investitori disinformati, perché questi non possono trovare spazio nella s.r.l. Neanche quando si tratti di acquistare dei titoli di credito. Ogni socio deve essere pienamente coinvolto nella gestione di questo piccolo ente (e non a caso gli amministratori saranno solitamente scelti tra gli stessi soci, salvo diversa previsione).

Questa natura specifica del modello emerge dalla impossibilità di costruire categorie di quote. Viene così confermata pienamente la *ratio* che aveva spinto il legislatore delegante del 2001 e quello delegato del 2003: la s.r.l. non è più “una piccola società per azioni”³², ma piuttosto viene assimilata ad una società di persone che gode della garanzia della responsabilità limitata. E come tutte le società di persone nel nostro ordinamento, è fortemente basata sugli individui che la compongono, non si apre ad ingerenze esterne, siano esse quelle delle istituzioni o degli investitori.

Si delinea perfettamente questa intenzione di fondo nelle parole del riformatore: “si è ritenuto coerente con le caratteristiche personali del tipo societario della società a responsabilità limitata da un lato *non prevedere la possibilità di categorie di quote, che implicherebbe una loro oggettivazione e quindi una perdita del collegamento con la persona del socio* [...], dall'altro consentire [...] che l'atto costitutivo preveda l'attribuzione a *singoli soci, quindi in considerazione della loro posizione personale*, particolari diritti concernenti sia i poteri nella società sia la partecipazione agli utili”³³.

L'art. 2468 cod. civ., affiancato dall'art. 2470 cod. civ. (in materia di pubblicità per il trasferimento delle quote) e dall'art. 2473 cod. civ. (riguardante il

³² V. *supra* cap. I, par. 1, nota n. 3.

³³ Si confronti CONSIGLIO DEI MINISTRI, *Relazione al D.Lgs. n. 6/2003*, op. cit., pag. 36, enfasi aggiunta.

recesso e i criteri di computo della relativa liquidazione), definisce all'occhio dell'attento interprete la s.r.l. quale società basata sulla persona, con quote tipicamente non destinate alla circolazione.

2.2. LE FORME DI FINANZIAMENTO.

L'intento di porre al centro della s.r.l. la persona e di mantenere il modello inaccessibile al risparmio diffuso e frazionato si evince anche dalla disciplina dettata dalla riforma del 2003 in materia di finanziamenti. L'accento va posto sulle tipologie di capitale cui la s.r.l. può ricorrere, con una scelta che si presenta come un *aut aut*: capitale di rischio (i conferimenti) o di credito (i titoli di debito, che prevedono una serie di tutele tutt'altro che casuali). Partendo dalla disciplina dei conferimenti, è necessario procedere ad una breve disamina dell'art. 2464 cod. civ.:

“Il valore dei conferimenti non può essere complessivamente inferiore all'ammontare globale del capitale sociale.

Possono essere conferiti tutti gli elementi dell'attivo suscettibili di valutazione economica.

Se nell'atto costitutivo non è stabilito diversamente, il conferimento deve farsi in danaro.

Alla sottoscrizione dell'atto costitutivo deve essere versato presso una banca almeno il venticinque per cento dei conferimenti in danaro e l'intero soprapprezzo o, nel caso di costituzione con atto unilaterale, il loro intero ammontare. Il versamento può essere sostituito dalla stipula, per un importo almeno corrispondente, di una polizza di assicurazione o di una fideiussione bancaria con le caratteristiche determinate con decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri; in tal caso il socio può in ogni momento sostituire la polizza o la fideiussione con il versamento del corrispondente importo in danaro.

Per i conferimenti di beni in natura e di crediti si osservano le disposizioni degli articoli 2254 e 2255. Le quote corrispondenti a tali conferimenti devono essere integralmente liberate al momento della sottoscrizione.

Il conferimento può anche avvenire mediante la prestazione di una polizza di assicurazione o di una fideiussione bancaria con cui vengono garantiti, per l'intero valore ad essi assegnato, gli obblighi assunti dal socio aventi per oggetto la prestazione d'opera o di servizi a favore della società. In tal caso, se l'atto costitutivo lo prevede, la polizza o la fideiussione possono essere sostituite dal socio con il versamento a titolo di cauzione del corrispondente importo in danaro presso la società.

Se viene meno la pluralità dei soci, i versamenti ancora dovuti devono essere effettuati nei novanta giorni.”

Nei primi cinque commi la disciplina della s.r.l. ricalca le previsioni tipiche della s.p.a.³⁴, tese a garantire la consistenza patrimoniale e a tutelare i soggetti esterni, per evitare che questi si trovino di fronte ad una società dal capitale puramente fittizio. La formulazione linguistica è analoga e il richiamo alla più vasta disciplina delle s.p.a si palesa nel quinto comma (con un rinvio diretto ai rispettivi articoli).

Brevemente si può osservare che il primo comma ribadisce un principio generale, per evitare discrepanze tra il valore del capitale e l'ammontare dichiarato. In secondo luogo, si risolve il problema attinente a quali elementi possano conferirsi nella s.r.l., decidendo il legislatore di ammettere tutti gli elementi dell'attivo. Il terzo comma enuncia invece una regola di *default* sulle modalità attuative del conferimento, derogabile con l'atto costitutivo. Nell'articolo in esame non manca inoltre la previsione della garanzia patrimoniale, tramite il versamento presso una

³⁴ Si rimanda sul punto all'art. 2342 cod. civ.: “Se nell'atto costitutivo non è stabilito diversamente, il conferimento deve farsi in danaro. Alla sottoscrizione dell'atto costitutivo deve essere versato presso una banca almeno il venticinque per cento dei conferimenti in danaro o, nel caso di costituzione con atto unilaterale, il loro intero ammontare. Per i conferimenti di beni in natura e di crediti si osservano le disposizioni degli articoli 2254 e 2255. Le azioni corrispondenti a tali conferimenti devono essere integralmente liberate al momento della sottoscrizione. Se viene meno la pluralità dei soci, i versamenti ancora dovuti devono essere effettuati entro novanta giorni. [...]”.

Come si ricava chiaramente dal testo dell'articolo, le due disposizioni oggetto di analisi presentano una disciplina sostanzialmente analoga.

banca del 25% del conferimento, come indicato nel quarto comma. Infine, nonostante il rinvio normativo, il quinto comma richiama la disciplina dei conferimenti in natura presente nella s.p.a., discostandosene tuttavia parzialmente. Si può infatti notare una generale semplificazione, non richiedendosi per i conferimenti di beni in natura della s.r.l. la nomina di un esperto da parte del tribunale, alleggerendo per tale via la procedura³⁵ di stima.

Il sesto comma dell'art. 2464 cod. civ. segna un completo allontanamento dallo *status quo* e dalla disciplina della s.p.a.³⁶, introducendo per la prima volta la possibilità di conferimenti d'opera e prestazioni all'interno della s.r.l. Tale previsione risulta perfettamente coerente con l'idea sottesa al d.lgs. n. 6/2003: la persona del socio è il fulcro del nuovo tipo, con essa bisogna considerare le capacità e le abilità del singolo, ma soprattutto il modo in cui esse potranno giovare alla società.

La s.r.l. non decide di includere un membro solo per il suo apporto finanziario³⁷ (ipotesi che d'altronde potrebbe comunque verificarsi), ma la compagine sociale può scegliere un partecipante per una serie di ragioni ulteriori, quali le sue doti in una certa attività. I soci vorranno garantirsi in tale maniera lo svolgimento di quella prestazione a favore della società stessa. Questo punto contribuirà a rendere la s.r.l. il modello più adatto a quelle giovani nuove entità, in cui un socio "sa fare" e l'altro investe capitale.

Questa è esattamente una delle caratteristiche che la renderà il modello legale scelto dalla maggior parte delle start up un decennio dopo la riforma. In que-

³⁵ La modifica sul punto risale alle semplificazioni intervenute nel 2010, che hanno riformulato in tal senso l'*incipit* dell'art. 2465 cod. civ. ("*Chi conferisce beni in natura o crediti deve presentare la relazione giurata di un revisore legale o di una società di revisione legali iscritti nell'apposito registro.[...]*").

³⁶ Infatti il quinto comma dell'art. 2342 cod. civ. esclude categoricamente la possibilità di conferimenti d'opera o prestazioni nella s.p.a. (per il testo della disposizione V. *supra* cap I, par 1, nota n. 5).

³⁷ Così tra gli altri L. SALVATORE "*Le start up innovative tra dato normativo e prassi contrattuale*", in *Il Nuovo Diritto delle Società*, n. 19/2014.

sto tipo societario non conta quindi solo il denaro con cui si può contribuire, ma anche il servizio che si può offrire.

È quanto ribadito nella *Relazione alla riforma* del 2003, dove si legge “[...] questa soluzione corrisponde pienamente ad una prospettiva volta ad accentuare la caratterizzazione personalistica del tipo societario in discorso: nella quale pertanto il contributo del socio molto spesso si qualifica per le sue qualità personali e professionali, piuttosto che per il valore oggettivo dei beni apportati”³⁸.

Al contempo il legislatore, comunque scrupoloso nell’offrire una qualche tutela alla consistenza patrimoniale, prevede la necessità di una polizza assicurativa o fideiussoria (in alternativa al versamento cauzionale del corrispondente in denaro) che copra il valore del conferimento d’opera, nell’eventualità in cui lo stesso non venga reso. Infatti, mentre un apporto in denaro sarà da subito presente e disponibile per la società (almeno nella parte del 25% di versamento obbligatorio), la prestazione d’opera potrebbe doversi effettuare in un momento successivo.

Diventa allora necessario escogitare un meccanismo che vincoli il socio al conferimento promesso e sia capace di tutelare l’ammontare del capitale sociale nel caso in cui - anche per vicende relative alla vita dell’ente stesso - la prestazione non venga mai eseguita. La disciplina risulta anche coerente con il principio di una maggiore autonomia privata che, nell’originale idea riformatrice, caratterizzava il modello s.r.l.

Infine, in un’ottica cautelativa si può leggere il settimo comma, che prevede l’obbligo di versare il completo ammontare dei conferimenti nel termine di 90 giorni dal venire meno della molteplicità delle persone dei soci. Si vuole chiaramente offrire una garanzia nell’ipotesi in cui l’ente diventi una società unipersonale, pensando ad una necessaria tutela patrimoniale per i creditori e i terzi.

³⁸ CONSIGLIO DEI MINISTRI, *Relazione al D.Lgs. n. 6/2003*, op. cit., pag. 36.

L'esame dell'art. 2464 cod. civ. evidenzia in definitiva come le direttive del legislatore delegante siano state pienamente rispettate ed attuate dal Governo ³⁹.

Come si è sopra accennato, oltre agli apporti di capitale proprio la s.r.l. può ricorrere, entro certi limiti, al capitale di credito. Quest'ultimo può provenire dai soci o da soggetti terzi.

La prima ipotesi trova la sua puntuale disciplina nell'art. 2467 ⁴⁰ cod. civ., che tratta dei finanziamenti dei soci. Con tale disposizione il legislatore ha preso atto di un problema esistente nelle s.r.l. e lo ha risolto ricorrendo all'istituto della c.d. postergazione. Laddove l'apporto dei soci non sia imputabile al capitale di rischio, si stabilisce che i contributi verranno comunque restituiti solo dopo aver soddisfatto tutti gli altri creditori sociali.

La norma vuole evitare che i soci si sottraggano agli svantaggi del rimborso delle quote (le quali sono sempre restituite per ultime nell'ipotesi di scioglimento della società, qualunque sia la causa che lo determina). Infatti, nell'illustrare cosa si debba intendere per finanziamenti dei soci, la *ratio* diventa chiara: il discorso viene limitato a quei casi in cui fosse presente uno squilibrio finanziario nella so-

³⁹ Con la disciplina dell'art. 2464 il legislatore delegato ha dato attuazione efficace ai principi della legge delega, rinvenibili all'art. 3 secondo comma della legge n. 366/2001: “[...] c) dettare una disciplina dei conferimenti tale da consentire l’acquisizione di ogni elemento utile per il proficuo svolgimento dell’impresa sociale, a condizione che sia garantita l’effettiva formazione del capitale sociale; consentire ai soci di regolare l’incidenza delle rispettive partecipazioni sociali sulla base di scelte contrattuali; d) semplificare le procedure di valutazione dei conferimenti in natura nel rispetto del principio di certezza del valore a tutela dei terzi; [...] i) prevedere norme inderogabili in materia di formazione e conservazione del capitale sociale, nonché in materia di liquidazione che siano idonee a tutelare i creditori sociali consentendo, nel contempo, una semplificazione delle procedure”. Tutti i punti indicati nella delega governativa risultano pienamente soddisfatti dall’attuale disciplina.

⁴⁰ Recita la norma: “Il rimborso dei finanziamenti dei soci a favore della società è postergato rispetto alla soddisfazione degli altri creditori e, se avvenuto nell'anno precedente la dichiarazione di fallimento della società, deve essere restituito. Ai fini del precedente comma s'intendono finanziamenti dei soci a favore della società quelli, in qualsiasi forma effettuati, che sono stati concessi in un momento in cui, anche in considerazione del tipo di attività esercitata dalla società, risulta un eccessivo squilibrio dell'indebitamento rispetto al patrimonio netto oppure in una situazione finanziaria della società nella quale sarebbe stato ragionevole un conferimento.”.

cietà e in generale ogniqualvolta nella medesima situazione sarebbe stato opportuno incrementare il capitale sociale con un semplice conferimento. Quindi, tutte le volte in cui i soci avrebbero dovuto apportare capitale all'ente e riceverne delle quote.

L'altra modalità, con cui la società ha possibilità di procurarsi capitale di credito, consiste invece nell'emissione di titoli di debito, disciplinati all'art. 2483 cod. civ.⁴¹. La loro presenza è tuttavia sottoposta ad una serie di limiti stringenti, *in primis* la necessaria previsione nell'atto costitutivo della possibilità di emissione, pena l'inefficacia della stessa. In secondo luogo, i titoli in esame dovranno essere minuziosamente disciplinati, indicando nell'atto costitutivo le modalità di emissione e a chi spetterà il relativo potere, attribuibile anche ai soci diversamente da quanto previsto nella s.p.a.⁴².

Inoltre, i titoli di debito possono essere sottoscritti esclusivamente da "investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale". Si tratta di soggetti, tra i quali si possono includere ad esempio le banche e gli intermediari finanziari autorizzati, che normalmente possiedono maggiori competenze nell'ambito degli strumenti finanziari ed un'adeguata solidità economica.

La previsione garantistica include anche l'obbligo per questi investitori qualificati di dover rispondere dell'eventuale insolvenza della società, limitatamente all'ipotesi di una successiva circolazione dei titoli di debito sottoscritti con la loro conseguente collocazione presso soggetti che non siano soci né investitori qualificati.

La tutela così apprestata impone agli investitori professionali una vera e propria garanzia *ex lege* e riesce nell'intento perseguito dalla riforma di ricercare "un equilibrio tra l'esigenza di rendere praticabile ed utile per le società a respon-

⁴¹ Per il testo dell'articolo in esame V. *supra* cap. I, par. 2, nota n. 21.

⁴² Per un breve confronto tra i due istituti (titoli di debito ed obbligazioni) V. *supra* cap. I, par. 2, nota n. 21.

sabilità limitata l'accesso a queste forme di finanziamento e quella di assicurare la necessaria salvaguardia degli interessi dei risparmiatori”⁴³.

Si può dunque osservare come il legislatore già all'inizio del secolo odierno avvertisse il bisogno di prevedere apporti con capitale di credito, non potendo limitare le forme di finanziamento della s.r.l. ai soli conferimenti, altrimenti rischiando di irrigidire e chiudere eccessivamente il tipo societario in esame. In tale maniera sarebbe paradossalmente venuta meno proprio l'utilità, unita alla semplificazione, del capitale sociale tipica di questo modello, che richiede un ammontare minimo obbligatorio da sempre inferiore a quello della s.p.a., abbassato ulteriormente negli ultimi anni.

Al contrario, la minore capitalizzazione era stata pensata per rendere la s.r.l. uno strumento più agevolmente accessibile per la micro-imprenditoria, che ha inevitabilmente capacità finanziarie inferiori rispetto alla grande impresa. Allora con l'istituto dei titoli di debito (che richiamano in larga parte nella loro natura le obbligazioni della s.p.a.) si è arginato l'effetto paradossale di una società senza apporti diversi dal capitale di rischio. Ma, tenendo attentamente in considerazione il carattere del tutto particolare dell'ente in questione, questa forma di capitale di credito è stata opportunamente sottoposta a limiti e paletti.

Di fronte ad una società chiusa, quale la s.r.l., sottoposta a formalità pubblicitarie molto meno gravose della s.p.a. e dominata dall'autonomia statutaria, non si poteva concedere alla compagine sociale un ricorso indiscriminato ed incontrollato al pubblico risparmio.

Quindi si è costruito un sistema di concessioni e tutele, privilegi e limiti, che di fatto finisce con l'imporre una scelta secca alla s.r.l., che ricorrerà o alle quote o ai titoli di debito (collocati essenzialmente presso banche ed intermediari

⁴³ CONSIGLIO DEI MINISTRI, *Relazione al D.Lgs. n. 6/2003*, op. cit., pag 40, enfasi aggiunta. Sul punto il Governo ha rispettato d'altronde il dettato chiaro della legge delega (legge n. 366/2001): “[...] g) disciplinare condizioni e limiti per l'emissione e il collocamento di titoli di debito presso operatori qualificati, prevedendo il divieto di appello diretto al pubblico risparmio, restando esclusa in ogni caso la sollecitazione all'investimento in quote di capitale [...]” (art. 3, comma secondo, l. n. 366/2001).

finanziari). Tuttavia vi era il rischio - e si è in buona parte realizzato - di creare una società che a causa delle limitate disponibilità, trovandosi sempre alla ricerca di fonti finanziarie per la sua attività, ricorra prevalentemente ai prestiti bancari.

L'indebitamento bancario è d'altronde una delle forme di sostegno più diffuse nell'imprenditoria del nostro Paese, anche al fine di evitare perdite di controllo societario che deriverebbero da fonti alternative, quali gli apporti di capitale di rischio. Emerge quindi il pericolo di far dipendere larga parte dell'economia italiana dal sistema bancario e dalla relativa politica governativa. Avendo previsto limiti vincolanti alla s.r.l. nel ricorso al mercato regolamentato, il legislatore voleva tutelare i risparmiatori e i terzi estranei all'impresa, costruendo un tipo societario coerente nella sua struttura.

Nell'intento originario della riforma del 2003, la grande autonomia privata e le formalità depotenziate dovevano essere in equilibrio con la disciplina del capitale, dove si è deciso di manifestare una preferenza per gli apporti dei soci.

Il rovescio di tale medaglia è stato l'eccessivo indebitamento che ha colpito duramente negli anni questo modello societario con un'inevitabile enfaticizzazione degli effetti della crisi economica recente, la quale indebolendo le banche si è riflessa a catena sulle imprese che da queste dipendono profondamente⁴⁴. La non

⁴⁴ Di grande impatto e molto ampie sono state le conseguenze del c.d. *credit crunch*. Il fenomeno è chiaramente descritto dall'Enciclopedia Treccani come “una restrizione dell'offerta di credito da parte degli intermediari finanziari (in particolare le banche) nei confronti della clientela (soprattutto imprese), in presenza di una potenziale domanda di finanziamenti insoddisfatta” (*“Dizionario di Economia e Finanza”*, 2012). La crisi economica ha limitato la liquidità a disposizione delle banche, che hanno così dovuto ridurre i finanziamenti alle imprese, lasciando molte di queste senza capitali sui quali erano solite fare affidamento.

Per un approfondimento del tema V. L. MARRONI “*Verso un mercato delle cambiali finanziarie*”, in *Giurisprudenza Commerciale*, n. 5/2015; S. BIANCHI “*‘Fair Value’: scelta di trasparenza oppure uno degli imputati del ‘Credit Crunch’?*”, in *Rivista dei Dottori Commercialisti*, n. 6/2008; G. ALBARETO e P. FINALDI RUSSO “*Fragilità finanziaria e prospettive di crescita: il razionamento del credito alle imprese durante la crisi*”, in *Questioni di Economia e Finanza* (Occasional Papers), n. 127/2012, <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2012-0127/index.html>; B. S. BERNANKE e C. S. LOWN “*The Credit Crunch*”, in *Brookings Papers on Economic Activity*, n. 2/1991).

possibilità di collocare strumenti finanziari sul mercato dei capitali, pensata come corretto contro-bilanciamento della maggiore libertà sociale, è diventata uno dei problemi centrali del tipo in esame. Ciò ha condotto il legislatore a numerosi tentativi e rivisitazioni della normativa, volti soprattutto ad incentivare una maggiore apertura.

Nella fretta di risolvere tali problemi e di rispondere alle pressioni dell'imprenditoria italiana, si è talvolta perso di vista quel delicato equilibrio, perseguito dalla riforma con il d.lgs. n. 6/2003 e basato sul carattere personalistico della s.r.l. affiancato dalla sua sottrazione ad una rigida disciplina legale. All'apertura del modello in esame dovrebbe allora accompagnarsi una revisione dell'autonomia concessa ai soci, che al contrario continua ad essere molto più ampia di quella riscontrabile negli altri tipi di società di capitali.

2.3. *IL DIVIETO DI OPERAZIONI SULLE QUOTE PROPRIE.*

Per concludere l'esame delle più pregnanti caratteristiche dell'ente s.r.l., rimane da analizzare la particolarità che si rinviene nell'art. 2474 cod. civ. e il suo legame con la *ratio* sottesa all'ordinamento:

“In nessun caso la società può acquistare o accettare in garanzia partecipazioni proprie, ovvero accordare prestiti o fornire garanzia per il loro acquisto o la loro sottoscrizione”.

Al fine di meglio comprendere l'entità del fenomeno, basti considerare che nel 2013 risultavano necessari 200 miliardi di euro di capitale di rischio per riportare il livello di *leverage* (indicatore del rapporto tra indebitamento e patrimonio dell'impresa) agli *standards* europei (per maggiori dettagli si rimanda a “*L'esigenza di patrimonializzazione delle imprese italiane*”, S. MAGRI, SERVIZIO STABILITÀ FINANZIARIA DELLA BANCA D'ITALIA, su *Borsa Italiana*, 26 settembre 2014”, <http://www.borsaitaliana.it/azioni/mercati/ipoday2014/pptbancaitalia.pdf>).

Chiaro e assoluto nel divieto imposto, l'articolo citato ripropone integralmente il testo della disposizione normativa precedente, l'art. 2483⁴⁵ cod. civ. nella formulazione in vigore prima della riforma societaria del 2003.

D'altronde la previsione si pone perfettamente in linea con il regime semplificato e generale delineato dal legislatore per la s.r.l. Infatti, la *ratio* sottostante tale normativa si può ancora una volta individuare nella necessità di tutelare la consistenza del capitale sociale. Il tipo societario in questione, come si è già osservato, non è sottoposto alle rigide formalità pubblicitarie e disposizioni in tema di trasparenza proprie della s.p.a., ma si configura in ogni caso come società di capitali, nella quale perciò l'unico presidio per i terzi e i creditori (nonché per i soci stessi nei confronti l'uno dell'altro) è rappresentato proprio dal patrimonio sociale. I soci sono responsabili solamente nella misura del conferimento; il capitale sociale è l'unica disponibilità economica su cui si potrà perciò fare affidamento.

Dunque il divieto di operare sulle quote proprie viene mantenuto intatto dal riformatore, al fine di evitare un uso altrimenti sconosciuto dell'istituto e i rischi conseguenti legati all'annacquamento del capitale. Infatti, l'acquisto o la concessione in garanzia⁴⁶ potrebbero essere facilmente utilizzati per rimborsare i soci

⁴⁵ Nelle disposizioni precedenti la riforma, l'art. 2483 cod. civ. si presentava fino al 1986 molto simile all'attuale formulazione ("In nessun caso la società può acquistare o ricevere in pegno le proprie quote"), per essere poi modificato (e rimanere in vigore fino all'intervento del 2003) con un testo identico a quello dell'attuale art. 2474 cod. civ. ("In nessun caso la società può acquistare o accettare in garanzia le quote proprie, ovvero accordare prestiti o fornire garanzie per il loro acquisto o la loro sottoscrizione").

⁴⁶ Sebbene l'art. 2474 cod. civ. menzioni espressamente la sola accettazione in garanzia di quote proprie, la dottrina maggioritaria ritiene tuttavia che debba ricomprendersi in esso anche il divieto per la società di concedere le stesse in garanzia, fatta salva invece la libertà di tale operazione per i singoli soci (art. 2471 *bis* cod. civ.: "La partecipazione può formare oggetto di pegno, usufrutto e sequestro. Salvo quanto disposto dal terzo comma dell'articolo che precede, si applicano le disposizioni dell'articolo 2352"). Al contrario, quando il legislatore vieta anche di "acquistare", non si può includere in tale ipotesi il caso di vendita delle quote (così si era già da tempo pronunciata la Cassazione sul precedente art. 2483 cod. civ. (oggi art. 2474 cod. civ.), infatti la massima di CASS. CIV, SEZ. I, SENT. N. 796 del 25 gennaio 2000 in *Giustizia civile massimario* 2000, 130, recita: "In tema di società a responsabilità limitata, la disposizione

delle loro partecipazioni, eludendo la regola per cui i conferimenti sono sempre l'ultima somma ad essere restituita nel caso di scioglimento dell'ente. Al fine di impedire pericolose ed occulte decurtazioni del capitale, a favore di alcuni soci e a danno di altri membri, terzi e creditori, il legislatore aveva previsto già nel 1942 un divieto assoluto di operazioni su quote proprie per la s.r.l., la cui funzione garantistica è sottolineata dall'essere stato mantenuto senza apportare alcuna modifica nella disciplina *post* d.lgs. n. 6/2003.

Nonostante la disposizione non individui esplicitamente quali siano le conseguenze del mancato rispetto del divieto, secondo la dottrina maggioritaria⁴⁷ dovrebbe trovare applicazione per analogia la disciplina della s.p.a. Ciò significa che la violazione dell'art. 2474 cod. civ. farà sorgere gli obblighi previsti per il caso di inosservanza del divieto di operazioni sulle azioni proprie, contenuto nell'art. 2357 *quater*⁴⁸ cod. civ. Dunque, la violazione in esame non determina la

dell'art. 2483 c.c. - la quale fa divieto alla società, a garanzia dell'integrità del capitale sociale, di acquistare proprie quote - non osta a che essa possa vendere le quote del socio quali beni altrui, ai sensi dell'art. 1478 c.c., ossia assumendo l'obbligo di procurarne l'acquisto al compratore, dato che l'automatismo e l'immediatezza del trasferimento al compratore stesso di dette quote evita, nel momento in cui siano conseguite dalla società, che questa divenga 'partecipante di se stessa', con pregiudizio della consistenza del capitale.'").

⁴⁷ Tra gli altri G. F. CAMPOBASSO “*Diritto Commerciale 2. Diritto delle società*”, ed. da UTET Giuridica, 2012, 8^a Edizione, M. Campobasso (a cura di), pag. 580; G. ZANARONE, “*Società a responsabilità limitata*”, in “*Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*”, F. GALGANO (diretto da), ed. da Cedam, 1985, vol. 8°; N. ABRIANI “*Diritto delle società. Manuale breve*”, ed. da Giuffrè Editore, 2012, pagg. 304 e ss.

⁴⁸ L'articolo in questione prevede che “[...] le azioni sottoscritte in violazione del divieto stabilito nel precedente comma si intendono sottoscritte e devono essere liberate dai promotori e dai soci fondatori o, in caso di aumento del capitale sociale, dagli amministratori. La presente disposizione non si applica a chi dimostri di essere esente da colpa. Chiunque abbia sottoscritto in nome proprio, ma per conto della società, azioni di quest'ultima è considerato a tutti gli effetti sottoscrittore per conto proprio. Della liberazione delle azioni rispondono solidalmente, a meno che dimostrino di essere esenti da colpa, i promotori, i soci fondatori e, nel caso di aumento del capitale sociale, gli amministratori”. La norma stabilisce quindi un obbligo di liberazione delle quote acquistate, accettate o cedute in garanzia. L'adempimento è dovere *in primis* dei soci e

nullità del contratto sociale, ma solamente un obbligo di liberazione delle quote oggetto dell'operazione da parte di chi l'ha posta in essere.

Questa soluzione elaborata dalla dottrina è stata successivamente accettata anche dalla giurisprudenza, in particolare la Corte di Cassazione⁴⁹ ha più volte ribadito come l'eventuale obbligo di pagamento non debba gravare sulla società persona giuridica, ma sui singoli soggetti che ne hanno la responsabilità.

La normativa evidenzia anche come in questa particolare previsione il legislatore non sia riuscito (e non abbia probabilmente ritenuto opportuno) accentuare il distacco della s.r.l. dal tipo s.p.a., nella quale il divieto opera ma non in senso tanto assoluto. Infatti, nonostante l'intenzione di limitare la possibilità di svolgere operazioni sulle azioni proprie, l'art. 2357⁵⁰ cod. civ. prevede alcune ipotesi

degli amministratori (nel caso in cui sia stato realizzato un aumento del capitale), salva l'eccezione di chi abbia agito senza colpa e possa ovviamente provarlo.

⁴⁹ Si può ricordare, tra le altre, la CASS. CIV., SEZ. I, SENT. N. 9194 del 14 maggio 2004, in *Giustizia civile massimario* 2004, 5 (la cui massima sostiene chiaramente quanto affermato: “[...] tale divieto deve considerarsi operante anche per le società a responsabilità limitata, in ragione del fatto che finanziare un terzo per l'acquisto di quote o prestare a tal fine garanzie, anche mediante l'accollo del debito relativo al pagamento del corrispettivo stabilito nella cessione, pregiudica o rischia di pregiudicare gli interessi protetti dal divieto espressamente posto dal citato art. 2483”. È evidente il fatto che il riferimento all'art. 2483 sia da leggersi oggi all'art. 2474 cod. civ., intervenendo la sentenza in esame sul testo previgente che è tuttavia rimasto inalterato nella formulazione e nel significato.)

⁵⁰ Il testo dell'art. 2357 cod. civ. afferma: “La società non può acquistare azioni proprie se non nei limiti degli utili distribuibili e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio regolarmente approvato. Possono essere acquistate soltanto azioni interamente liberate. L'acquisto deve essere autorizzato dall'assemblea, la quale ne fissa le modalità, indicando in particolare il numero massimo di azioni da acquistare, la durata, non superiore ai diciotto mesi, per la quale l'autorizzazione è accordata, il corrispettivo minimo ed il corrispettivo massimo. In nessun caso il valore nominale delle azioni acquistate a norma dei commi precedenti può eccedere la decima parte del capitale sociale, tenendosi conto a tal fine anche delle azioni possedute da società controllate. Le azioni acquistate in violazione dei commi precedenti debbono essere alienate secondo modalità da determinarsi dall'assemblea, entro un anno dal loro acquisto. In mancanza, deve procedersi senza indugio al loro annullamento e alla corrispondente riduzione del capitale. [...]”.

in cui l'operazione viene ritenuta lecita, disciplinandole al contempo minuziosamente al fine di garantire una trasparente gestione del capitale sociale. Infatti, l'art. 2357 cod. civ. si concentra nelle enunciazioni successive sulla regolamentazione dei diritti, in primo luogo quello di voto, associati alle azioni oggetto di acquisto. Particolare attenzione è posta per quanto riguarda l'esercizio di tali diritti da parte degli amministratori della s.p.a., volendosi evitare che questi si servano dell'acquisto per perseguire politiche a sé vantaggiose tramite il controllo dell'ente.

Al contrario il divieto si presenta, come detto precedentemente, assoluto nel caso della s.r.l., dove del resto gli amministratori saranno normalmente scelti tra i soci e la riproposizione delle cautele della s.p.a. avrebbe forse trovato difficilmente una giustificazione. In questo modo si mantiene un'importante limitazione, la quale si identifica quasi come attributo necessario del modello in esame, per garantire la consistenza patrimoniale di una società decurtata di altre più incisive tutele per i terzi.

Ancora una volta si ha un bilanciamento nel tipo s.r.l., dovendo la maggiore autonomia statutaria incontrare dei limiti necessari, dettati dal vivere civile e dalle garanzie che qualsiasi soggetto economico minimamente accorto richiederebbe

Dalla disposizione si evidenzia una normativa articolata molto diversamente dal divieto nelle s.r.l. e che si concentra piuttosto sulle modalità da rispettare per ammettere la deroga nelle s.p.a. Si fa inoltre riferimento alle somme liquide a disposizione della società e si impone la liberazione delle azioni oggetto dell'operazione.

Al contrario risulta molto più vicino alle previsioni della s.r.l., anche nella sua formulazione, l'art. 2358 cod. civ.: “La società non può accordare prestiti, né fornire garanzie per l'acquisto o la sottoscrizione delle azioni proprie. La società non può, neppure per tramite di società fiduciaria, o per interposta persona, accettare azioni proprie in garanzia. Le disposizioni dei due commi precedenti non si applicano alle operazioni effettuate per favorire l'acquisto di azioni da parte di dipendenti della società o di quelli di società controllanti o controllate. In questi casi tuttavia le somme impiegate e le garanzie prestate debbono essere contenute nei limiti degli utili distribuibili regolarmente accertati e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio regolarmente approvato”. In tale ipotesi la deroga è notevolmente ridotta rispetto a quella dell'art. 2357 cod. civ., rimandando l'unica eccezione al fenomeno di assegnazione di azioni ai dipendenti (c.d. *stock option*).

e meriterebbe. Ancora una volta, quindi, la previsione legislativa non risulta estemporanea, ma saldamente legata alle caratteristiche della nuova s.r.l.

Facilmente si spiega dunque perché la previsione in materia non abbia subito nessuna modifica con l'approvazione della riforma del d.lgs. n. 6/2003. Prima di tale intervento normativo, il divieto analizzato si coniugava con il modello della s.r.l., risultando adeguato e coerente con l'idea di una società per azioni semplificata, più piccola e meno complessa. Successivamente si addice bene anche al tipo societario flessibile, che non può ricorrere al mercato regolamentato. Le quote non sono azioni e presentano una serie di problemi loro peculiari, come la difficoltà di essere liberate (soprattutto se concesse a fronte di conferimenti d'opera) e la limitata circolazione, non potendo essere di regola immesse su un mercato azionario come un qualsiasi titolo di credito.

Per concludere, l'analisi delle singole caratteristiche pone in luce le peculiarità del modello della s.r.l., dettato dal codice civile. Forse non si tratta di una società riassumibile in un'unica parola, ma sicuramente presenta degli attributi chiaramente delineati, imponendosi all'attenzione dell'imprenditoria italiana come tipo su base personalistica, con una disciplina delle quote che ruota interamente intorno all'individuo. È un modello societario fortemente dominato dall'autonomia privata, dove, nel confronto con le altre società di capitali, la libertà dei soci raggiunge il picco massimo contro l'alternativa rigida disciplina codicistica della s.p.a. Al contempo tuttavia la s.r.l. si qualifica quale tipo chiuso al mercato finanziario, perché l'autonomia privata che viene concessa ai suoi soci nella gestione deve avere un contrappeso forte e garantistico, pena la maggiore trasparenza che allora si dovrebbe pretendere con una legislazione pubblica più invasiva e capillare. Si è costruita così una s.r.l. che viene plasmata da soci simili a Pigmalione, ma che inevitabilmente offre minori tutele ai terzi e ai creditori, con un capitale inferiore (ormai divenuto simbolico nel minimo) e una minore trasparenza nelle formalità pubblicitarie. Per questo è necessario che subisca una serie di limitazioni eterogenee, riguardanti le forme di finanziamento, il divieto assoluto di operazioni sulle quote proprie, la singolare disciplina del trasferimento dei diritti e della quota. Appare allora una società in cui l'autonomia e la liber-

tà hanno quale contraltare altrettanti limiti garantistici minuziosamente disciplinati, in un perfetto gioco di equilibrio.

CAPITOLO II

LE START UP E PMI INNOVATIVE.

1. L'INNOVAZIONE TECNOLOGICA COME BASE DELLO SVILUPPO ECONOMICO ITALIANO

Negli ultimi anni il legislatore italiano è intervenuto più volte sull'ordinamento societario per far fronte ai cambiamenti economici e alle pressioni esercitate dalla classe imprenditoriale e dalle istituzioni internazionali. Le riforme dell'ultimo quinquennio si inseriscono in tal modo sull'impianto delineato nel d.lgs. n. 6/2003, aggiungendovi tuttavia alcuni caratteri di discontinuità. In particolare, il d.l. n. 179/2012 e il d.l. n. 3/2015¹ hanno introdotto nel nostro ordinamento le due particolari figure delle start up e PMI innovative², derogando in più punti alla disciplina codicistica del modello s.r.l.

¹ Si tratta del d.l. n. 179 del 18 ottobre 2012, Ulteriori misure urgenti per la crescita del Paese, convertito con modificazioni dalla l. n. 221 del 17 dicembre 2012, pubblicata in *Gazzetta Ufficiale* n. 294 del 18 dicembre 2012, *Supplemento Ordinario* n. 208, c.d. decreto crescita *bis*, e il d.l. n. 3 del 24 gennaio 2015, Misure urgenti per il sistema bancario e gli investimenti, convertito con modificazioni dalla l. n. 33 del 24 marzo 2015, pubblicata in *Gazzetta Ufficiale* n. 70 del 25 marzo 2015, *Supplemento Ordinario* n. 15, c.d. *investment compact*.

² Tra le altre riforme in materia, frutto di un'organica *policy* normativa, si possono ricordare i primi interventi del 2012, che hanno introdotto la s.r.l. semplificata (d.l. n. 1 del 24 gennaio 2012, c.d. "decreto liberalizzazioni", convertito con modificazioni dalla l. n. 27 del 24 marzo 2012, pubblicata in *Gazzetta Ufficiale* n. 71 del 24 marzo 2012, *Supplemento Ordinario* n. 53) e la s.r.l. a capitale ridotto (d.l. n. 83 del 22 giugno 2012, convertito con modificazioni dalla l. n. 134 del 7 agosto 2012, pubblicata in *Gazzetta Ufficiale* n. 187 del 11 agosto 2012, *Supplemento Ordinario* n. 171). Le due figure erano in origine tra loro complementari, abbassando entrambe l'ammontare minimo di capitale richiesto per procedere alla costituzione di una società a responsabilità limitata e rivolgendosi a due distinte categorie di soggetti. La s.r.l.s. era stata inizialmente pensata come strumento a disposizione dei più giovani, richiedendosi che i soci non avessero più di 35 anni e il suo atto costitutivo rispettasse il modello standard tipizzato

a livello governativo. La s.r.l.c.r. non incontrava questi due limiti, ma le era anche vietato l'accesso ai vantaggi fiscali previsti per la s.r.l.s.

L'introduzione di queste due nuove figure societarie fu dettata anche dalla pressante competizione sul piano internazionale, aumentata con una serie di pronunce della Corte di Giustizia dell'Unione Europea sulla libertà di stabilimento delle società tra i diversi Stati dell'allora Comunità Europea mantenendo inalterata la loro forma giuridica (si possono ricordare nello specifico due casi giudicati dalla Corte, *EuGH*, 9 marzo 1999, C-212/97, curia.europa.eu/juris/document/document.jsf?docid=44462&doclang=IT riguardante lo stabilimento di una *limited liability company* in Danimarca con un capitale inferiore al minimo legale, *EuGH*, 30 settembre 2003, C-167/01, concernente invece l'Olanda, curia.europa.eu/juris/showPdf.jsf?text=&docid=48634&pageIndex=0&doclang=IT&mode=lst&dir=&occ=first&part=1&cid=626381,). Per effetto di tali sentenze le società inglesi (che non incontravano gli stretti limiti continentali in termini di capitale minimo legale) potevano mantenere la loro forma negli altri Paesi dell'UE, con un forte svantaggio per le imprese locali nel costituirsi secondo le regole del proprio ordinamento e non quelle del Regno Unito. La conseguenza fu che molti Stati europei cominciarono a dotarsi di una normativa più competitiva. *In primis* la Francia nel 2003 abbassò ad un euro il capitale minimo legale richiesto per la s.a.r.l. (*société à responsabilité limitée*). Seguì cinque anni dopo la Germania, introducendo al UG (*Unternehmersgesellschaft*) e dettando un forte cambiamento del diritto societario nel resto d'Europa (dove gli altri Stati si accodarono alle modifiche francesi e tedesche). Per un approfondimento del punto si rimanda a F. ATTANASIO “S.r.l. semplificata verso il superamento della nozione di capitale sociale?, *Il Commento*”, in *Le Società*, n. 8-9/2012 pagg. 895 e ss.

La s.r.l.s. trova oggi il suo *locus* normativo nell'art. 2463 *bis* cod. civ. (“La società a responsabilità limitata semplificata può essere costituita con contratto o atto unilaterale da persone fisiche. L'atto costitutivo deve essere redatto per atto pubblico in conformità al modello standard tipizzato con decreto del Ministro della giustizia, di concerto con il Ministro dell'economia e delle finanze e con il Ministro dello sviluppo economico [...] Le clausole del modello standard tipizzato sono inderogabili. [...] Salvo quanto previsto dal presente articolo, si applicano alla società a responsabilità limitata semplificata le disposizioni del presente capo in quanto compatibili.”). La previsione è stata così riformata con il d.l. n. 76 del 28 giugno 2013 (convertito con modificazioni dalla l. n. 99 del 9 agosto 2013, pubblicata in *Gazzetta Ufficiale* n. 196 del 22 agosto 2013). Come si evince dal testo è stato abrogato il limite d'età, mentre si è mantenuta la rigida conformità dell'atto costitutivo al modello standard governativo. Per quanto riguarda invece la s.r.l.c.r., la previsione è stata abrogata con il d.l. del 2013, per confluire parzialmente nella s.r.l.s. (essendo venuto meno il limite d'età) e nella più generale previsione introdotta nell'art. 2463 cod. civ. (ivi si ricorda il testo del quarto e quinto comma: “L'ammontare del capitale può essere determinato in misura inferiore a euro diecimila, pari almeno a un euro. In tal caso i conferimenti devono farsi in denaro e devono essere versati per intero alle persone cui è affidata l'amministrazione. La somma da dedurre dagli utili netti risultanti dal bilancio regolarmente approvato, per formare la riserva prevista dall'art. 2430, deve essere almeno pari a

Preme *in primis* sottolineare che non si tratta di autonomi tipi societari, ma di due qualifiche, costruite tramite un sistema di deroghe all'ordinaria disciplina societaria. Del resto, tale osservazione si evince dallo stesso art. 26 del decreto crescita *bis*, che reca la rubrica "deroghe al diritto societario e riduzione degli oneri per l'avvio". La *ratio legis* non è la costruzione di un nuovo modello societario, ma piuttosto apportare una serie di significative modifiche ai tipi già esistenti³.

L'attenzione delle deroghe contenute nel d.l. n. 179/2012 e nel d.l. n. 3/2015 si focalizza particolarmente sulla s.r.l., stravolgendone le caratteristiche alla base della riforma del 2003. Questo modello societario diviene oggetto privilegiato degli interventi normativi per la sua grande diffusione nella realtà econo-

un quinto degli stessi, fino a che la riserva non abbia raggiunto, unitamente al capitale, l'ammontare di diecimila euro. [...]").

La s.r.l. con capitale al di sotto di 10.000 euro trova così ingresso nel nostro ordinamento anche in forma diversa dalla s.r.l. semplificata, salvo il rispetto di una maggiore riserva legale. Quest'ultimo accantonamento è considerato una forma di autofinanziamento obbligatorio da A. MAMBRIANI "Le società a responsabilità limitata con capitale inferiore ad euro 10.000", in *Il Nuovo Diritto delle Società*, n. 4/2015, che salva la funzione del capitale sociale. Ed analizza questa "variante della disciplina del patrimonio netto della s.r.l." (per usarne le stesse parole, pag. 454 *op. cit.*) M. COSSU "Nuovi modelli di s.r.l. nella legislazione italiana recente", in *Banca Borsa Titoli di Credito*, n. 4/2015. Infine, per un approfondimento dell'evoluzione normativa G. MARASÀ "Considerazioni sulle nuove s.r.l.: s.r.l. semplificate, s.r.l. ordinarie e start up innovative prima e dopo la L. n. 99/2013 di conversione del D.L. n. 76/2013", in *Le Società*, n. 10/2013.

³ Si esprimono in tal senso anche P. BENAZZO "La s.r.l. Start Up innovativa", in *Nuove Leggi Civili Commentate*, n. 1/2014 e M. MALTONI e P. SPADA "L'impresa start up innovativa costituita in società a responsabilità limitata", in www.cavererespondere.it, 27 febbraio 2013.

Questi ultimi richiamano a sostegno della propria tesi due punti principali: le deroghe alla disciplina della s.r.l. sono tutte facoltative e si tratta di una regolamentazione condizionata e transitoria. Ciò li porta ad affermare che si tratta di una disciplina "prevalentemente atteggiata come immunità da regole di diritto comune [...] funzionali ad agevolare la provvista del capitale finanziario e di rischio delle nuove imprese 'a vocazione' tecnologica" (M. MALTONI e P. SPADA, "L'impresa start up innovativa costituita in società a responsabilità limitata", *op. cit.*, pag. 6).

mica italiana⁴ e per la minima soglia di capitale richiesto ai fini della costituzione, rimanendo la s.p.a. un appannaggio esclusivo di imprese dotate di grandi capacità finanziarie. A differenza delle grandi imprese e multinazionali, le start up sono per loro natura sotto-capitalizzate nei primi anni di vita, quando il progetto inizia a delinearci e ad imporsi al pubblico. La forma della s.p.a. non poteva essere adeguata per le loro specifiche esigenze.

Può tuttavia in parte sorprendere che il legislatore ripercorra lo stesso ragionamento anche nel caso delle PMI innovative, dove introduce ancora più penetranti deroghe alla disciplina di *default*. La considerazione in tale secondo ambito risulta inevitabilmente influenzata dalla recente crisi economica.

La necessità di adeguare l'ordinamento italiano porta a concentrarsi sull'innovazione, identificata come motore trainante dell'economia. Il *focus* normativo sulle iniziative innovative, che ha condotto a diversi recenti interventi, si ritrovava già nel rapporto "*Restart Italia!*"⁵. Tale relazione, frutto di attenti studi sull'argomento, sostiene che la mancanza di adeguati strumenti giuridici per le nuove forme di impresa comporta che gli imprenditori siano costretti a rivolgersi ad altri tipi di contratto, se non a rinunciare direttamente alla possibilità di sviluppare le proprie idee. Questo problema strutturale viene particolarmente avvertito nel nostro Paese e richiederebbe, secondo gli autori del Rapporto "*Restart Italia!*", una visione unica, un "*pacchetto comune*"⁶ di misure, poiché

⁴ Per una trattazione della diffusione della s.r.l. nel nostro ordinamento V. *supra* cap. I, par. 1, nota n. 18.

⁵ MINISTERO DELLO SVILUPPO ECONOMICO, "*Restart, Italia!*", *Rapporto della Task Force sulle startup istituita dal Ministro dello Sviluppo Economico*, BIFFI, BARBERIS, CARCANO, DE BIASE, D'ELIA, DI CAMILLO, DONADON, MARIANI, MAGRINI, POZZI, RAGUSA, SOLDAKUTZMANN (a cura di), coordinati da A. FUSACCHIA, 10 settembre 2012, disponibile sul sito <http://www.sviluppoeconomico.gov.it/images/stories/documenti/rapporto-startup-2012.pdf>.

⁶ MINISTERO DELLO SVILUPPO ECONOMICO, "*Restart Italia!*", op. cit., pag. 14.

Per ricordare il passaggio nella sua totalità: "Abbiamo scelto di fare poche proposte, che fossero però ambiziose ed incisive. Non ce ne sono alcune più urgenti e importanti di altre. Produrranno una scossa solo se saranno considerate come un 'pacchetto unico', solo se portate avanti tutte insieme. Proviamo infatti a chiederci: conta di più la semplificazione burocratica o la disponibilità di capitali? La risposta è che la domanda non ha senso. Se anche a un giovane

un'impresa per funzionare non ha bisogno solamente di semplificazioni amministrative, ma anche di reperire con urgenza i capitali e i finanziamenti.

Questa è d'altronde l'essenza della start up stessa: un individuo ha l'idea, un altro la finanzia. Dovendosi in ciò individuare la strada del futuro sviluppo imprenditoriale mondiale, tracciata *in primis* dagli Stati Uniti ⁷, anche l'Italia si è trovata a dover adeguare la propria disciplina. Ed il nostro legislatore ha optato per apportare le modifiche principali proprio al modello s.r.l., il quale per la grande autonomia che lascia ai suoi soci risulta essere il più indicato per permettere alla nuova imprenditoria di modellare a suo gusto e piacimento l'organizzazione societaria.

Sono state per tale via accolte in parte quelle pressioni, che venivano da più attori, non solo interni al Paese, ma dalla stessa Unione Europea e da un mercato ormai globalizzato nel quale la scarsa specializzazione italiana e il forte legame con i settori tradizionali rischiavano e rischiano ogni giorno di diminuire il peso economico della nostra nazione.

L'innovazione viene quindi vista come la chiave per ottenere produttività, occupazione e benessere economico e sociale. Di fronte ad un Paese così scarsamente attento alle nuove frontiere tecnologiche e basato sulla piccola (e per lo

con un'idea imprenditoriale bastasse un giorno per aprire un'azienda innovativa, ma poi servissero sei mesi per trovare i capitali per partire, dove pensiamo che potrebbe andare? Se, al contrario, potesse contare in tempi rapidi su un po' di liquidità, ma gli servissero poi sei mesi per rendere operativa la sua azienda, pensiamo che arriverebbe molto più lontano?" (pag 14).

⁷ Gli Stati Uniti d'America hanno adottato nell'aprile 2012 il *Jumpstart Our Business Startups Act* (c.d. JOBS Act, H.R. 3606, del 5 aprile 2012, consultabile su <https://www.gpo.gov/fdsys/pkg/BILLS-112hr3606enr/pdf/BILLS-112hr3606enr.pdf>), che ha riformato la disciplina nordamericana del *crowdfunding*.

Come osserva M. PINTO "*L'equity based crowdfunding in Italia al di fuori delle fattispecie regolate dal 'Decreto Crescita'*", in *Le Società*, n. 7/2013, tale pratica era fortemente scoraggiata per gli investimenti più modesti dati gli elevati costi che le imprese dovevano sostenere per registrarsi presso la SEC (*Security Exchange Commission*) e avervi accesso. Allora, ai fini di facilitarne la diffusione, per le operazioni di più esiguo ammontare (meno di 1 milione di dollari) è stato rimosso l'obbligo di registrazione ed è stata semplificata anche la procedura per diventare *broker*.

più micro) impresa, il legislatore cerca di promuovere una nuova cultura imprenditoriale⁸ e di superare la rigida struttura familiare delle società italiane, che si riflette non solo nel controllo proprietario ma anche nella gestione societaria⁹.

Il legislatore nel 2012 si fa dunque promotore di una nuova spinta culturale con l'introduzione della disciplina delle start up¹⁰ prima e delle PMI dopo, sottolineando per entrambe le qualifiche la parola “*innovative*”, come un attributo indispensabile. Prima di analizzare le modifiche apportate alla disciplina codicistica, è necessario individuare quali caratteristiche¹¹ rendono un'impresa una start

⁸ Infatti il Rapporto del Ministero dello Sviluppo Economico “*Restart Italia!*” (op. cit.) così si esprime in diversi punti: “Per questo avanziamo anche alcune proposte specifiche per provare a diffondere la cultura dell'innovazione e lo spirito di imprenditorialità presso i ragazzi, e a far conoscere il mondo delle startup a tutta la società italiana.” (pag. 16), e ancora “Per permettere tutto questo, per fare in modo che, oltre a dare la possibilità di aprire una piattaforma di *crowdfunding*, si diffonda in Italia la cultura di questi piccoli investimenti, sarebbe utile offrire come incentivo un'agevolazione fiscale sugli investimenti effettuati in startup attraverso il *crowdfunding*.” (pag. 79).

Di conseguenza si evince come l'innovazione e il cambio culturale siano considerati gli unici strumenti capaci di permettere il superamento della crisi attuale (per usare ancora una volta le parole del Rapporto “*Restart Italia!*”: “Per un Paese come il nostro, ancora troppo lento e dove la mobilità sociale è minima, l'innovazione può essere la nuova chiave per l'emancipazione di tutti coloro che sono pronti a mettersi in gioco.”, pag. 12).

⁹ Per accennare ad alcuni dati, si evidenzia che più dell'80% delle imprese italiane presenta un management affidato ai membri interni della famiglia, preferendo mantenere anche i poteri di gestione nel nucleo familiare con una propensione all'apertura estremamente ridotta.

Per i dettagli si rinvia ad ISTAT - ISTITUTO NAZIONALE DI STATISTICA, “*Rapporto Annuale 2014 - La situazione del Paese*”, Capitolo 2: “*Il sistema delle imprese: effetti della crisi e potenzialità di crescita*”, disponibile sul sito <http://www.istat.it/it/archivio/120991>

¹⁰ Sono le stesse parole del testo dell'art. 25 del d.l. n. 179/2012 a mostrare l'intenzione della nuova normativa: “Le presenti disposizioni sono dirette a favorire la crescita sostenibile, lo sviluppo tecnologico, la nuova imprenditorialità e l'occupazione, in particolare giovanile, con riguardo alle imprese start-up innovative”.

¹¹ Il rispetto di tali requisiti - esaminati nel corso del paragrafo - è necessario per fregiarsi della qualifica di start up e PMI innovative e poter godere dei benefici previsti, tra cui merita un breve esame l'accesso al Fondo di Garanzia per le PMI. Il meccanismo sulla base del quale funziona tale istituto è semplice e così riassumibile nelle sue linee guida: la piccola o media impresa si rivolge ad una banca per ottenere finanziamenti e, a certe condizioni, una parte del suo cre-

up o una PMI innovativa, per comprendere in quali requisiti si sia tradotto tale aggettivo.

Le caratteristiche che deve possedere una start up sono elencate al secondo comma dell'art. 25 del decreto crescita *bis*:

“Ai fini del presente decreto, l'impresa start-up innovativa, di seguito «start-up innovativa», è la società di capitali, costituita anche in forma cooperativa, le cui azioni o quote rappresentative del capitale sociale non sono quotate su un mercato regolamentato o su un sistema multilaterale di negoziazione, che possiede i seguenti requisiti:

[a) i soci, persone fisiche, detengono al momento della costituzione e per i successivi ventiquattro mesi, la maggioranza delle quote o azioni rappresentative del capitale sociale e dei diritti di voto nell'assemblea ordinaria dei soci]¹²;

b) è costituita da non più di sessanta mesi;

c) è residente in Italia ai sensi dell'articolo 73 del decreto del Presidente della Repubblica 22 dicembre 1986, n. 917, o in uno degli Stati membri dell'Unione europea o in Stati aderenti all'Accordo sullo spazio economico europeo, purché abbia una sede produttiva o una filiale in Italia;

dito è coperta dal Fondo di Garanzia. Normalmente è compiuta una valutazione sulla situazione economica e finanziaria del richiedente, dovendosi trattare di soggetti sani. Ma questo non vale per le start up, le quali vengono valutate idonee o meno sulla base di piani previsionali e non della passata situazione patrimoniale. La previsione facilita enormemente l'accesso da parte delle start up al Fondo di Garanzia, il quale coprirà l'80% del loro credito fino a 2,5 milioni di euro ed incoraggerà in tal modo alla concessione dei finanziamento (essendo notevolmente ridotto il rischio che gli istituti bancari sopporterebbero).

Il successo della misura è testimoniata dai più di 1000 finanziamenti concessi (per più di 280 milioni di euro totali). I dati dal 2013 al 2015 sono rinvenibili nella “*Sintesi dei dati sull'accesso al credito da parte delle startup innovative e degli incubatori certificati mediante l'intervento del Fondo di Garanzia per le PMI*”, 5° Edizione bimestrale, 31 dicembre 2015, ad opera del MINISTERO DELLO SVILUPPO ECONOMICO, disponibile all'indirizzo web http://www.sviluppoeconomico.gov.it/images/stories/documenti/Dati_startup_incubatori_FGP_MI_5_ed_31_dicembre_2015.pdf. La stessa procedura semplificata non è ancora operativa per le PMI innovative.

¹² La lettera a) è stata soppressa dal successivo d.l. n. 76/2013.

d) a partire dal secondo anno di attività della start-up innovativa, il totale del valore della produzione annua, così come risultante dall'ultimo bilancio approvato entro sei mesi dalla chiusura dell'esercizio, non è superiore a 5 milioni di euro;

e) non distribuisce, e non ha distribuito, utili;

f) ha, quale oggetto sociale esclusivo o prevalente, lo sviluppo, la produzione e la commercializzazione di prodotti o servizi innovativi ad alto valore tecnologico;

g) non è stata costituita da una fusione, scissione societaria o a seguito di cessione di azienda o di ramo di azienda

h) possiede almeno uno dei seguenti ulteriori requisiti:

1) le spese in ricerca e sviluppo sono uguali o superiori al 15 per cento del maggiore valore fra costo e valore totale della produzione della start-up innovativa. Dal computo per le spese in ricerca e sviluppo sono escluse le spese per l'acquisto e la locazione di beni immobili. Ai fini di questo provvedimento, in aggiunta a quanto previsto dai principi contabili, sono altresì da annoverarsi tra le spese in ricerca e sviluppo: le spese relative allo sviluppo precompetitivo e competitivo, quali sperimentazione, prototipazione e sviluppo del business plan, le spese relative ai servizi di incubazione forniti da incubatori certificati, i costi lordi di personale interno e consulenti esterni impiegati nelle attività di ricerca e sviluppo, inclusi soci ed amministratori, le spese legali per la registrazione e protezione di proprietà intellettuale, termini e licenze d'uso. Le spese risultano dall'ultimo bilancio approvato e sono descritte in nota integrativa. In assenza di bilancio nel primo anno di vita, la loro effettuazione è assunta tramite dichiarazione sottoscritta dal legale rappresentante della start-up innovativa;

2) impiego come dipendenti o collaboratori a qualsiasi titolo, in percentuale uguale o superiore al terzo della forza lavoro complessiva, di personale in possesso di titolo di dottorato di ricerca o che sta svolgendo un dottorato di ricerca presso un'università italiana o straniera, oppure in possesso di laurea e che abbia svolto, da almeno tre anni, attività di ricerca certificata

presso istituti di ricerca pubblici o privati, in Italia o all'estero, ovvero, in percentuale uguale o superiore a due terzi della forza lavoro complessiva, di personale in possesso di laurea magistrale ai sensi dell'articolo 3 del regolamento di cui al decreto del Ministro dell'istruzione, dell'università e della ricerca 22 ottobre 2004, n. 270;

3) sia titolare o depositaria o licenziataria di almeno una privativa industriale relativa a una invenzione industriale, biotecnologica, a una topografia di prodotto a semiconduttori o a una nuova varietà vegetale ovvero sia titolare dei diritti relativi ad un programma per elaboratore originario registrato presso il Registro pubblico speciale per i programmi per elaboratore, purché tali privative siano direttamente afferenti all'oggetto sociale e all'attività di impresa”.

Non considerando la lettera a), abrogata con il d.l. n. 76/2013, si possono brevemente esaminare gli altri requisiti¹³, cercandone la *ratio* ispiratrice.

In primo luogo le start up, che non possono in alcun modo essere quotate, devono essere di recente costituzione, perché la disciplina è chiaramente destinata a quelle giovani imprese che in un primo tempo faticano nell'avviamento. Non a caso, dal punto di vista tributario, la start up gode di alcune agevolazioni fiscali significative¹⁴, proprio al fine di favorirne uno sviluppo florido e rapido. La di-

¹³ E i presupposti sono a loro volta distinguibili in formali (dalla lettera b) alla lettera g)) e sostanziali (elencati alla lettera h)). Sul punto si confronti S. GUIDANTONI “*Start up innovative: esigenze per la crescita*”, in *Il Fisco*, n. 15/2014.

Un'analoga suddivisione può essere compiuta per quanto concerne i requisiti delle PMI innovative (dalla lettera a) alla d) del primo comma dell'art. 4 del d.l. n. 3/2015 saranno da considerarsi formali, mentre la lettera e) elencherà i presupposti sostanziali).

¹⁴ Non essendo oggetto di questa tesi l'analisi approfondita degli incentivi fiscali concessi alle start up, si possono brevemente ricordare l'esonero dall'imposta di bollo, nonché dal pagamento dei diritti di segreteria presso il Registro delle imprese, oltre alle detrazioni IRPEF (su investimenti effettuati da persone fisiche) ed alle deduzioni IRES (su apporti di capitale da soggetti giuridici). Si rimanda sul punto all'art. 29 del decreto crescita *bis*, attuato con decreto interministeriale del 30 gennaio 2014 del Ministero dell'Economia e delle Finanze, di concerto con il Ministero dello Sviluppo Economico, pubblicato in *Gazzetta Ufficiale* n. 66 del 20 marzo 2014.

sciplina delle start up è quindi rivolta esclusivamente, e coerentemente, alle nuove imprese.

La successiva lettera c) si lega chiaramente all'intento di mantenere queste giovani imprese in Italia, d'altronde è l'economia del nostro Paese che il legislatore vuole rianimare, imponendo la residenza o la presenza di una filiale sul suolo nazionale. La norma è stata infatti modificata nel 2015, ampliando il territorio interessato, per adeguarla alle previsioni sullo spazio economico europeo.

La lettera d) vuole tutelare le dimensioni dell'azienda, evitando che la normativa venga sfruttata a favore delle grandi imprese che nell'ottica legislativa non necessitano di tali vantaggi. La previsione si lega sotto questo aspetto con la lettera g), tesa ad impedire che imprese già esistenti pongano in essere operazioni societarie al solo fine di sfruttare il regime agevolativo riservato alle start up. Si tratta di una disposizione dettata per evitare che l'imprenditoria italiana eluda il requisito della novità, una caratteristica che si lega profondamente all'idea stessa di innovazione.

Interessante è inoltre notare la prescrizione contenuta nella lettera e), che detta un divieto molto forte nell'ambito di una società, escludendo la possibilità di distribuire i proventi sociali. Tenendo conto che il diritto agli utili è uno dei principali tra quelli spettanti al socio, connotandosi come una sua esclusiva e rappresentando la ricompensa per il rischio da lui corso nell'investimento, la deroga in esame risulta essere forte, autoritaria e quasi contraria all'intenzione di promuovere la formazione di queste società. La disposizione si spiega nella volontà legislativa di imporre, per via indiretta, una sorta di obbligo alla nuova start up: a fronte delle agevolazioni fiscali e societarie concesse, la società dovrà reinvestire e sfruttare i profitti al suo interno per aumentare l'innovazione, coprire i costi e garantirsi così un ciclo vitale lungo e fertile. Si cerca in tal modo di imporre alle start up un obbligo di auto-finanziamento.

Infine meritano una grande attenzione le lettere f) ed h).

La prima di queste due disposizioni enuncia quale debba essere l'oggetto sociale della start up, indicando così anche in cosa debba consistere l'innovazione stessa. Compare infatti espressamente il richiamo all'innovazione,

alla tecnologia e al suo valore. Le tre diverse attività menzionate dal legislatore non possono prescindere l'una dall'altra, come traspare dal testo della norma e secondo le leggi del buon senso che impedirebbero di ritenere innovativa l'impresa che si limiti a commercializzare nuovi prodotti senza dedicarsi alla fase dello sviluppo e della produzione ¹⁵.

La lettera h) elenca invece tre caratteristiche, almeno una delle quali deve essere presente nella società. Si tratta di requisiti che sottolineano lo svolgimento di un'attività d'innovazione da parte dell'impresa, dovendo questa essere proprietaria o licenziataria di un brevetto o altro diritto di proprietà industriale, investire una certa somma in attività di ricerca e sviluppo o assumere per un terzo o due terzi personale altamente specializzato (dottorandi, dottori di ricerca o che abbiano comunque almeno tre anni di esperienza nella ricerca). Il legislatore sembra quindi per tale via costringere le start up ad innovare, intervenendo su tre diverse categorie: produrre qualcosa di nuovo, investire per creare nuovi prodotti, assumere dipendenti che abbiano familiarità con la ricerca e, di conseguenza, una probabile maggior propensione all'innovazione stessa.

Le start up ¹⁶ sono inoltre soggette all'obbligo di iscrizione in un'apposita sezione del Registro delle imprese ¹⁷. Sembra che la normativa per ora stia dando

¹⁵ Per una più approfondita disamina dell'argomento si rinvia a P. BENAZZO "La s.r.l. Start Up innovativa", op. cit., e V. *infra* cap. II, par. 3.1.

¹⁶ Un'ulteriore innovazione introdotta con la disciplina delle start up consiste nella possibilità di costituzione tramite firma digitale secondo modelli standard tipizzati, senza ricorrere all'atto notarile. L'intento è velocizzare le procedure ed evitare contrasti tra *stakeholders* e notai, anche a fronte degli studi condotti dalla Banca Mondiale sui rallentamenti dovuti alla partecipazione di terze parte e al moltiplicarsi delle procedure (Rapporto "Doing Business 2016, Measuring regulatory quality and efficiency", liberamente consultabile all'indirizzo [internet http://www.doingbusiness.org/~media/GIAWB/Doing%20Business/Documents/Annual-Reports/English/DB16-Full-Report.pdf](http://www.doingbusiness.org/~media/GIAWB/Doing%20Business/Documents/Annual-Reports/English/DB16-Full-Report.pdf)). Nel febbraio 2016 è stato infatti firmato dal Ministro dello Sviluppo Economico il decreto attuativo per la costituzione tramite firma digitale e si attendono ora i chiarimenti successivi per la sua piena attuazione (per il comunicato del Ministero dello sviluppo economico si veda: <http://www.mise.gov.it/index.php/it/per-i-media/comunicati-stampa/2034121-costituire-una-startup-innovativa-senza-andare-dal-notaio-ministro-guidi-firma-decreto>).

buona prova di sé, essendo nate più di 5000 start up¹⁸ in tutta in Italia, anche se da più parti si sollevano dubbi sulla loro capacità di continuare ad operare nel

¹⁷ L'art 25 del d.l. n. 179/2012 (e successive modifiche) prevede l'istituzione di apposita sezione speciale del registro delle imprese, dove sulla base di un'autodichiarazione del legale rappresentante dovranno registrarsi le start up per godere dei vantaggi fiscali e societari.

La disposizione in esame indica anche con chiarezza i dati che dovranno essere forniti al momento dell'iscrizione (“[...] le Camere di commercio, industria, artigianato e agricoltura *istituiscono una apposita sezione speciale del registro delle imprese* di cui all'articolo 2188 del codice civile, a cui la start-up innovativa e l'incubatore certificato devono essere iscritti al fine di poter beneficiare della disciplina della presente sezione. Ai fini dell'iscrizione nella sezione speciale del registro delle imprese di cui al comma 8, *la sussistenza dei requisiti per l'identificazione della start-up innovativa e dell'incubatore certificato di cui rispettivamente al comma 2 e al comma 5 è attestata mediante apposita autocertificazione prodotta dal legale rappresentante e depositata presso l'ufficio del registro delle imprese. [...] La start-up innovativa è automaticamente iscritta alla sezione speciale del registro delle imprese di cui al comma 8, a seguito della compilazione e presentazione della domanda in formato elettronico*, contenente le seguenti informazioni: a) data e luogo di costituzione, nome e indirizzo del notaio; b) sede principale ed eventuali sedi periferiche; c) oggetto sociale; d) breve descrizione dell'attività svolta, comprese l'attività e le spese in ricerca e sviluppo; e) elenco dei soci, con trasparenza rispetto a fiduciarie, holding ove non iscritte nel registro delle imprese di cui all'articolo 8 della legge 29 dicembre 1993, n. 580, e successive modificazioni, con autocertificazione di veridicità; f) elenco delle società partecipate; g) indicazione dei titoli di studio e delle esperienze professionali dei soci e del personale che lavora nella start-up innovativa, esclusi eventuali dati sensibili; h) indicazione dell'esistenza di relazioni professionali, di collaborazione o commerciali con incubatori certificati, investitori istituzionali e professionali, università e centri di ricerca; i) ultimo bilancio depositato, nello standard XBRL; l) elenco dei diritti di privativa su proprietà industriale e intellettuale.” enfasi aggiunta).

Inoltre, lo stesso articolo prevede che per mantenere la qualifica di start up, nei limiti temporali imposti dalla disciplina, debba essere presentata una dichiarazione del legale rappresentata sulla conservazione dei requisiti normativi entro termini scanditi dal bilancio sociale (30 giorni dalla sua approvazione o sei mesi dalla chiusura dell'esercizio). In caso di perdita dei requisiti, la cancellazione dalla sezione speciale avviene entro 60 giorni. La start up non potrà più fregiarsi di tale qualifica, ma rimarrà iscritta nella sezione ordinaria. Il mancato deposito della dichiarazione di mantenimento dei requisiti è equiparato alla loro perdita.

¹⁸ Per il dettaglio dei dati si veda <http://startup.registroimprese.it/report/startup.pdf>.

lungo periodo quando non potranno più godere delle agevolazioni societarie e fiscali, che hanno una durata massima di cinque anni ¹⁹.

Osservando il buon esito dell'intervento attuato con il decreto crescita *bis* e consapevole della diffusa presenza nel nostro Paese di PMI (molto più piccole che medie), il legislatore è intervenuto nuovamente sotto le spinte della classe imprenditoriale e della crisi economica. L'*investment compact* introduce dunque la qualifica di PMI innovativa. I requisiti, che ricalcano in alcuni punti quelli delle start up ²⁰, sono illustrati dall'art. 4 del suddetto decreto:

“ Per ‘piccole e medie imprese innovative’, di seguito «PMI innovative», si intendono le PMI, come definite dalla raccomandazione 2003/361/CE ²¹, società di capitali, costituite anche in forma cooperativa, che possiedono i seguenti requisiti:

a) la residenza in Italia ai sensi dell'articolo 73 del testo unico delle imposte sui redditi, approvato con decreto del Presidente della Repubblica 22 dicembre 1986, n. 917, e successive modificazioni, o in uno degli Stati membri dell'Unione europea o in Stati aderenti all'Accordo sullo spazio economico europeo, purché abbiano una sede produttiva o una filiale in Italia;

b) la certificazione dell'ultimo bilancio e dell'eventuale bilancio consolidato redatto da un revisore contabile o da una società di revisione iscritti nel registro dei revisori contabili;

¹⁹ Originariamente le agevolazioni potevano essere sfruttate per un massimo di quattro anni dalla loro costituzione, portati a cinque con il d.l. n. 3/2015. La durata delle agevolazioni è poi variamente costruita nel caso di start up costituite nei quattro anni precedenti la legge n. 221/2012 (per un'analisi dettagliata di tali ipotesi si rinvia al testo di legge, art. 25 del d.l. n. 179/2012).

²⁰ Per un confronto dettagliato delle differenze tra i requisiti di start up e PMI innovativa si rinvia più avanti in questo scritto (V. *infra* cap. II, par. 3).

²¹ Raccomandazione della Commissione, del 6 maggio 2003, *relativa alla definizione delle microimprese, piccole e medie imprese*, notificata con il n. C (2003) 1422, consultabile [su http://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=celex%3A32003H0361](http://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=celex%3A32003H0361).

La nozione europea individua le PMI guardando al numero di dipendenti (inferiori ai 250) e alternativamente al fatturato (meno di 50 milioni di euro) o al totale del bilancio annuo (che deve essere al di sotto dei 43 milioni di euro).

c) le loro azioni non sono quotate in un mercato regolamentato;

d) l'assenza di iscrizione al registro speciale previsto all'articolo 25, comma 8, del decreto-legge 18 ottobre 2012, n. 179, convertito, con modificazioni, dalla legge 17 dicembre 2012, n. 221;

e) almeno due dei seguenti requisiti:

1) volume di spesa in ricerca, sviluppo e innovazione in misura uguale o superiore al 3 per cento della maggiore entità fra costo e valore totale della produzione della PMI innovativa. Dal computo per le spese in ricerca, sviluppo e innovazione sono escluse le spese per l'acquisto e per la locazione di beni immobili; nel computo sono incluse le spese per acquisto di tecnologie ad alto contenuto innovativo. Ai fini del presente decreto, in aggiunta a quanto previsto dai principi contabili, sono altresì da annoverarsi tra le spese in ricerca, sviluppo e innovazione: le spese relative allo sviluppo precompetitivo e competitivo, quali sperimentazione, prototipazione e sviluppo del piano industriale; le spese relative ai servizi di incubazione forniti da incubatori certificati come definiti dall'articolo 25, comma 5, del decreto-legge 18 ottobre 2012, n. 179, convertito, con modificazioni, dalla legge 17 dicembre 2012, n. 221; i costi lordi di personale interno e consulenti esterni impiegati nelle attività di ricerca, sviluppo e innovazione, inclusi soci ed amministratori; le spese legali per la registrazione e protezione di proprietà intellettuale, termini e licenze d'uso. Le spese risultano dall'ultimo bilancio approvato e sono descritte in nota integrativa;

2) impiego come dipendenti o collaboratori a qualsiasi titolo, in percentuale uguale o superiore al quinto della forza lavoro complessiva, di personale in possesso di titolo di dottorato di ricerca o che sta svolgendo un dottorato di ricerca presso un'università italiana o straniera, oppure in possesso di laurea e che abbia svolto, da almeno tre anni, attività di ricerca certificata presso istituti di ricerca pubblici o privati, in Italia o all'estero, ovvero, in percentuale uguale o superiore a un terzo della forza lavoro complessiva, di personale in possesso di laurea magistrale ai sensi dell'articolo 3 del decreto

del Ministro dell'istruzione, dell'università e della ricerca 27 ottobre 2004, n. 270;

3) titolarità, anche quali depositarie o licenziatarie di almeno una privativa industriale, relativa a una invenzione industriale, biotecnologica, a una topografia di prodotto a semiconduttori o a una nuova varietà vegetale ovvero titolarità dei diritti relativi ad un programma per elaboratore originario registrato presso il Registro pubblico speciale per i programmi per elaboratore, purché tale privativa sia direttamente afferente all'oggetto sociale e all'attività di impresa”.

Anche in questo caso è necessario il legame con il territorio italiano, da intendersi sempre secondo le leggi tributarie vigenti. Il legislatore stabilisce inoltre che non potranno godere di tale regime agevolativo le imprese che siano già iscritte nell'apposita sezione del registro dedicata alle start up, essendo tuttavia possibile che esse, una volta persi i requisiti per essere tali e cancellate dall'apposita sezione dedicata alle start up, possano registrarsi quali PMI innovative.

L'*investment compact* non si rivolge poi alle imprese di nuova costituzione²², come si ricava dalla lettera b) che richiede l'approvazione di almeno un bilancio per ottenere la qualifica e quindi l'aver almeno un anno di vita. Il documento deve essere certificato da un revisore o società di revisione contabile, introducendosi per tale via l'obbligo di ricorrere a questa. Non devono essere quotate in mercati regolamentati, mentre è assente l'esplicito divieto alla quotazione su piattaforme multilaterali di negoziazione, che al contrario compare nelle start up.

²² Il testo dell'art. 4 del d.l. n. 3/2015 precisa che per sfruttare alcuni vantaggi ed essere classificate come innovative le PMI devono operare sul mercato comunque da meno di sette anni o, nel caso la loro prima vendita commerciale sia più risalente, potranno ottenere l'iscrizione nella sezione speciale solo previa presentazione di “un piano di sviluppo di prodotti, servizi o processi nuovi o sensibilmente migliorati rispetto allo stato dell'arte nel settore interessato. Il piano di sviluppo è valutato e approvato da un organismo indipendente di valutazione espressione dell'associazionismo imprenditoriale, ovvero da un organismo pubblico.” (così si esprime l'articolo citato).

Anche in questo caso vengono elencati tre requisiti, che presentano alcune affinità con quelli delle start up, richiedendosi un certo investimento in ricerca e sviluppo (ridotto nel suo ammontare), un numero di dipendenti altamente specializzati (in proporzione inferiore rispetto alle start up), la titolarità di un diritto di privativa industriale. Tuttavia le PMI innovative devono possedere almeno due di tali requisiti, a differenza delle previsioni contenute nel d.l. n. 179/2012.

Anche per tali imprese viene fissato l'obbligo di iscrizione nell'apposita sezione speciale del Registro delle imprese²³. A fronte dell'elevato numero di PMI nel nostro Paese, la riforma sta decollando lentamente, anche se con una crescita costante. Le PMI innovative iscritte nella sezione speciale continuano tuttavia ad

²³ L'art. 4 del d.l. n. 3/2015 detta la disciplina relativa all'iscrizione nella sezione speciale con alcune analogie rispetto alle start up: "Presso le Camere di commercio, industria, artigianato e agricoltura è istituita una apposita sezione speciale del registro delle imprese di cui all'articolo 2188 del codice civile, a cui le PMI innovative devono essere iscritte; [...] L'iscrizione avviene a seguito di presentazione della domanda in formato elettronico, contenente le seguenti informazioni, rese ai sensi degli articoli 46 e 47 del testo unico delle disposizioni legislative e regolamentari in materia di documentazione amministrativa, di cui al decreto del Presidente della Repubblica 28 dicembre 2000, n. 445, e successive modificazioni: a) ragione sociale e codice fiscale; b) data e luogo di costituzione, nome e indirizzo del notaio; c) sede principale ed eventuali sedi periferiche; d) oggetto sociale; e) breve descrizione dell'attività svolta, comprese l'attività e le spese in ricerca, sviluppo e innovazione; f) elenco dei soci, con trasparenza rispetto a società fiduciarie e holding ove non iscritte nel registro delle imprese di cui all'articolo 8 della legge 29 dicembre 1993, n. 580, e successive modificazioni, con autocertificazione di veridicità, indicando altresì, per ciascuno e ove sussistano, gli eventuali soggetti terzi per conto dei quali, nel cui interesse o sotto il cui controllo il socio agisce; g) elenco delle società partecipate; h) indicazione dei titoli di studio e delle esperienze professionali dei soci e del personale la cui prestazione lavorativa è connessa all'attività innovativa delle PMI, esclusi eventuali dati sensibili; i) indicazione dell'esistenza di relazioni professionali, di collaborazione o commerciali con incubatori certificati, investitori istituzionali e professionali, università e centri di ricerca; l) ultimo bilancio depositato, nello standard XBRL; m) elenco dei diritti di privativa su proprietà industriale e intellettuale; n) numero dei dipendenti; o) sito internet. [...] Le PMI innovative assicurano l'accesso informatico alle suddette informazioni dalla home page del proprio sito Internet."

I dati forniti sono più numerosi e viene imposto l'obbligo di renderli facilmente accessibili sul sito *internet* a fini di trasparenza. L'iscrizione avviene anche in questa ipotesi sulla base della dichiarazione resa dal legale rappresentante ed analoga alle previsioni del decreto crescita bis è la disciplina per il mantenimento e la perdita dei requisiti.

essere poche (non superando le duecento unità)²⁴, considerando la stima che era stata fatta sulla loro possibile diffusione²⁵. Bisogna piuttosto valutare se il lento avviamento della riforma sia dovuto ad una mancanza di informazione presso la piccola impresa o ad un accoglimento non positivo delle disposizioni.

Sicuramente, in ogni caso, il legislatore ha tentato di intervenire per rompere la tradizionale cultura familiare che da sempre domina l'impresa italiana. Ha così costruito un sistema di deroghe che presenta vantaggi, ma al contempo lacune e criticità, che verranno più avanti dibattute.

2. LE DEROGHE SOCIETARIE AL MODELLO S.R.L.

Tra le agevolazioni previste per le start up e PMI innovative compaiono cospicue deroghe sia al diritto societario, sia a quello tributario²⁶. Parlando della disciplina derogatoria introdotta, si deve *in primis* sottolineare che alcune previsioni del testo legislativo si applicano indiscriminatamente a tutti gli enti qualificabili come start up o PMI innovative, a prescindere quindi dal tipo societario in esame, mentre altre troveranno attuazione solo nei casi in cui la società abbia adottato la forma della s.r.l., essendo dettate per rispondere alle specifiche esigenze e criticità di questo modello sociale. Il legislatore provvede quindi a delineare un significativo pacchetto di deroghe, sia in materia di start up sia in materia di PMI innovative, che accentua le differenze che queste qualifiche avranno

²⁴ Per il dettaglio dei dati si veda <http://startup.registroimprese.it/report/pminnovative.pdf>.

²⁵ Il Governo aveva stimato per oltre 10.000 PMI la possibilità di usufruire immediatamente della normativa, ma altre voci si erano sollevate sostenendo che il numero potesse crescere fino a 40.000 (si rinvia all'articolo di G. MANCINI, "Fino a 40mila pmi innovative", in *Il Sole 24 Ore*, disponibile su www.ilsole24ore.com/art/impresa-e-territori/2015-03-07/fino-40mila-pmi-innovative-081323.shtml?uuid=abnklh5c, 7 marzo 2015).

²⁶ Le deroghe trovano la loro collocazione essenzialmente negli articoli dal 25 al 32 del d.l. n. 179/2012 e successive modifiche, mentre la loro applicazione alla disciplina delle PMI innovative avviene tramite rinvio operato dall'art. 4 del d.l. n. 3/2015 (e successive modificazioni). Per quanto concerne nel dettaglio gli incentivi fiscali V. *supra* cap. II, par. 1., nota n. 14.

rispetto alle ordinarie società se costituite nella forma della s.r.l. Ciò è parzialmente dovuto anche alla presa di coscienza da parte del Governo circa l'uso preponderante della s.r.l. nel nostro ordinamento. Tale constatazione porta conseguentemente a considerare necessario operare in via principale su quest'ultimo modello societario nell'intento di dare una scossa alla debole economia italiana.

Tuttavia, mentre le deroghe comuni a tutti i tipi di società di capitali sono obbligatorie, quelle riservate al modello s.r.l. sono deroghe del tutto facoltative. La società non viene costretta ad allontanarsi dalla disciplina di *default* del codice civile, ben potendo continuare a mantenere in vita il normale regime codicistico²⁷ e scegliere quindi di non sfruttare le nuove potenzialità insite nelle misure agevolative del decreto crescita *bis* e dell'*investment compact*.

La facoltatività di tali deroghe si lega d'altronde alla ragione della loro introduzione. Il legislatore voleva infatti fornire alla s.r.l. una serie di strumenti per permettere anche a questo tipo societario di aprirsi al mercato dei capitali e di adottare nuovi schemi di remunerazione, così da risolvere la strutturale mancanza di liquidità. Peraltro tale fenomeno risulta in ultima analisi notevolmente enfatizzato dalla crisi attuale e dal *credit crunch*, di fronte ai quali le società italiane hanno dovuto trovare al loro interno la capacità di reinventarsi e sopperire in altro modo al loro connaturale fabbisogno di capitali, spesso purtroppo fallendo nel tentativo. Si è infatti già analizzato²⁸ come l'economia italiana sia fortemente le-

²⁷ Quindi, per gli aspetti attinenti all'organizzazione sociale il legislatore si limita ad offrire alla società una scelta sulla disciplina da applicare, come si evince dalle diverse disposizioni dove non si configura un dovere (si cita ad esempio l'art. 26 del d.l. n. 179/2012 che più volte recita: "L'atto costitutivo della start-up innovativa costituita in forma di società a responsabilità limitata può [...]” enfasi aggiunta).

Si possono ricordare anche le voci di numerosi autori, tra i quali A. BOLLETTINARI "Le novità previste dal D.L. 372015: l'introduzione delle 'piccole e medie imprese innovative' e la modifica della disciplina della startup innovativa", in *Il Nuovo Diritto delle Società*, n. 4/2015; M. MALTONI e P. SPADA "L'impresa start up innovativa costituita in società a responsabilità limitata", op. cit.; O. CAGNASSO "Note in tema di start up innovative, riduzione del capitale e stato di crisi (dalla 'nuova' alla 'nuovissima' s.r.l.)", in *Il Nuovo Diritto delle Società*, n. 5/2014.

²⁸ Per una più diffusa analisi della tematica V. *supra* cap. I, par. 1.

gata all'azione e all'intervento delle banche, a differenza di altri Paesi (in particolare quelli anglofoni) dove sono gli investimenti privati a giocare un ruolo decisivo nella struttura capitalistica.

Nei paragrafi successivi si procederà ad un'attenta e precisa analisi delle singole e principali deroghe intervenute sul modello s.r.l., che in tale elaborato maggiormente interessano per le criticità che ne sono derivate. Tuttavia ci si può brevemente soffermare sulle altre disposizioni eccezionali, che troveranno applicazione indipendentemente dal modello societario prescelto, sia esso una s.r.l. o una s.p.a. Si tratta di previsioni attinenti la disciplina dell'aumento di capitale e del fallimento, due ambiti strettamente legati con i fenomeni vitali che hanno interessato le piccole e medie imprese italiane negli ultimi anni.

Per quanto concerne le disposizioni in materia di aumento del capitale²⁹, si delinea una procedura parzialmente diversa da quella prevista a livello codicistico. La differenza principale risiede nella tempistica introdotta dal legislatore.

²⁹ La prima deroga compare nel primo comma dell'art. 26 del d.l. n. 179/2012, che per quanto riguarda le start up recita: "Nelle start-up innovative il termine entro il quale la perdita deve risultare diminuita a meno di un terzo stabilito dagli articoli 2446, comma secondo, e 2482 *bis*, comma quarto, del codice civile, è posticipato al secondo esercizio successivo. Nelle start-up innovative che si trovino nelle ipotesi previste dagli articoli 2447 o 2482 *ter* del codice civile l'assemblea convocata senza indugio dagli amministratori, in alternativa all'immediata riduzione del capitale e al contemporaneo aumento del medesimo a una cifra non inferiore al minimo legale, può deliberare di rinviare tali decisioni alla chiusura dell'esercizio successivo. Fino alla chiusura di tale esercizio non opera la causa di scioglimento della società per riduzione o perdita del capitale sociale di cui agli articoli 2484, primo comma, punto n. 4), e 2545 *duodecies* del codice civile. Se entro l'esercizio successivo il capitale non risulta reintegrato al di sopra del minimo legale, l'assemblea che approva il bilancio di tale esercizio deve deliberare ai sensi degli articoli 2447 o 2482 *ter* del codice civile."

Per la disciplina in materia di PMI innovative si veda invece l'art. 4 dell'*investment compact*, d.l. n. 3/2015, comma nono: "[...] Alle PMI innovative si applicano gli articoli 26, fatto salvo l'obbligo del pagamento dei diritti di segreteria dovuti per adempimenti relativi alle iscrizioni nel registro delle imprese nonché del diritto annuale dovuto in favore delle camere di commercio, industria, artigianato e agricoltura, 27, 30, commi 6, 7 e 8, e 32 del decreto-legge 18 ottobre 2012, n. 179 convertito, con modificazioni, dalla legge 17 dicembre 2012, n. 221 [...]". Quest'ultimo comma è di grande importanza nell'applicazione della disciplina derogatoria costruita per le start up anche alle PMI innovative.

Nella disciplina ordinaria³⁰ di fronte a perdite sostanziali di oltre un terzo del capitale sociale, anche se questo non scende al di sotto del minimo legale, è dettato

³⁰ Si vedano sul punto gli artt. 2446 cod. civ., per quanto attiene alla s.p.a. (“Quando risulta che il capitale è diminuito di oltre un terzo in conseguenza di perdite, gli amministratori o il consiglio di gestione, e nel caso di loro inerzia il collegio sindacale ovvero il consiglio di sorveglianza, devono senza indugio convocare l’assemblea per gli opportuni provvedimenti. All’assemblea deve essere sottoposta una relazione sulla situazione patrimoniale della società, con le osservazioni del collegio sindacale o del comitato per il controllo sulla gestione. La relazione e le osservazioni devono restare depositate in copia nella sede della società durante gli otto giorni che precedono l’assemblea, perché i soci possano prenderne visione. Nell’assemblea gli amministratori devono dare conto dei fatti di rilievo avvenuti dopo la redazione della relazione. *Se entro l’esercizio successivo la perdita non risulta diminuita a meno di un terzo, l’assemblea ordinaria o il consiglio di sorveglianza che approva il bilancio di tale esercizio deve ridurre il capitale in proporzione delle perdite accertate.* In mancanza gli amministratori e i sindaci o il consiglio di sorveglianza devono chiedere al tribunale che venga disposta la riduzione del capitale in ragione delle perdite risultanti dal bilancio. Il tribunale provvede, sentito il pubblico ministero, con decreto soggetto a reclamo, che deve essere iscritto nel registro delle imprese a cura degli amministratori. Nel caso in cui le azioni emesse dalla società siano senza valore nominale, lo statuto, una sua modificazione ovvero una deliberazione adottata con le maggioranze previste per l’assemblea straordinaria possono prevedere che la riduzione del capitale di cui al precedente comma sia deliberata dal consiglio di amministrazione. Si applica in tal caso l’articolo 2436.” enfasi aggiunta) e l’art. 2482 *bis* cod. civ. per la disciplina della s.r.l. (“Quando risulta che il capitale è diminuito di oltre un terzo in conseguenza di perdite, gli amministratori devono senza indugio convocare l’assemblea dei soci per gli opportuni provvedimenti. All’assemblea deve essere sottoposta una relazione degli amministratori sulla situazione patrimoniale della società, con le osservazioni nei casi previsti dall’articolo 2477 del collegio sindacale o del soggetto incaricato di effettuare la revisione legale dei conti. Se l’atto costitutivo non prevede diversamente, copia della relazione e delle osservazioni deve essere depositata nella sede della società almeno otto giorni prima dell’assemblea, perché i soci possano prenderne visione. Nell’assemblea gli amministratori devono dare conto dei fatti di rilievo avvenuti dopo la redazione della relazione prevista nel precedente comma. Se entro l’esercizio successivo la perdita non risulta diminuita a meno di un terzo, deve essere convocata l’assemblea per l’approvazione del bilancio e per la riduzione del capitale in proporzione delle perdite accertate. In mancanza gli amministratori e i sindaci o il soggetto incaricato di effettuare la revisione legale dei conti nominati ai sensi dell’articolo 2477 devono chiedere al tribunale che venga disposta la riduzione del capitale in ragione delle perdite risultanti dal bilancio. Il tribunale, anche su istanza di qualsiasi interessato, provvede con decreto soggetto a reclamo, che deve essere iscritto nel registro delle imprese a cura degli amministratori. Si applica, in quanto compatibile, l’ultimo comma dell’articolo 2446.”). Al di là dell’esplicito rinvio, le due previsioni sono profondamente simili.

un meccanismo di allarme ed informazione dell'assemblea. Se la perdita non risulta appianata o almeno ridotta a meno di un terzo nell'esercizio successivo, si dovrà procedere ad una corrispondente riduzione del capitale sociale. E la disciplina diventa ancora più rigida e stringente nel caso in cui il capitale si riduca per effetto della perdita al di sotto del limite legale ³¹, imponendo in tal caso l'immediato avviso all'assemblea e una altrettanto rapida (*“senza indugio”* nelle parole dell'art. 2482 *bis* del codice) riduzione del capitale sociale ed aumento dello stesso per riportarlo al di sopra - o al pari - della soglia minima legale.

Il meccanismo risulta modificato per le start up prima e per le PMI innovative dopo. Infatti, in entrambi i casi alla società viene concesso un esercizio in più per rientrare della perdita prima di procedere alla riduzione del capitale sociale. Nel caso quindi di perdite che non intacchino il minimo legale la riduzione potrà intervenire se il capitale non è reintegrato di oltre un terzo entro il secondo esercizio successivo. Al contempo, nell'ipotesi in cui la perdita comporti una riduzione del capitale al di sotto della soglia minima legale, la società avrà un intero esercizio prima di dover applicare contestualmente la riduzione e l'aumento. In tale allungato periodo di tempo non opereranno né nella s.p.a., né nella s.r.l. le clausole di recesso, riconducibili all'ipotesi di riduzione del capitale sociale al di sotto del minimo legale ³².

³¹ Recita così l'art. 2447 cod. civ. in materia di s.p.a.: “Se, per la perdita di oltre un terzo del capitale, questo si riduce al disotto del minimo stabilito dall'articolo 2327, gli amministratori o il consiglio di gestione e, in caso di loro inerzia, il consiglio di sorveglianza devono senza indugio convocare l'assemblea per deliberare la riduzione del capitale ed il contemporaneo aumento del medesimo ad una cifra non inferiore al detto minimo, o la trasformazione della società”.

Mentre per quanto concerne le s.r.l., si rinvia all'art. 2482 *ter* cod. civ.: “Se, per la perdita di oltre un terzo del capitale, questo si riduce al disotto del minimo stabilito dal numero 4) dell'articolo 2463, gli amministratori devono senza indugio convocare l'assemblea per deliberare la riduzione del capitale ed il contemporaneo aumento del medesimo ad una cifra non inferiore al detto minimo. È fatta salva la possibilità di deliberare la trasformazione della società”.

³² Ipotesi che sembra d'altronde destinata a perdere la sua centralità alla luce degli ultimi interventi normativi e la possibilità di s.r.l. ad un euro (per le quali si rimanda *supra* cap. II, par. 1, nota n. 2).

La previsione viene giustificata dal legislatore sulla base della convinzione che nelle start up in una prima fase l'impresa avrà fisiologicamente delle perdite, delle quali rientrerà altrettanto naturalmente nell'esercizio successivo³³, anche grazie all'introduzione della disciplina del *crowdfunding*³⁴. Si vuole quindi evitare che le neocostituite società siano costrette a procedere immediatamente a cospicue riduzioni del capitale sociale, oltre che ovviamente snellire la relativa procedura. Una tale disciplina, che trova una forte giustificazione per le start up ma rischia di risultare più evanescente per le PMI, presenta inevitabilmente una serie di problemi. Si deve d'altronde sempre considerare che il capitale rappresenta in

³³ Si legge infatti nella Scheda di lettura del d.l. n. 179/2012 : “[...] così da consentire alla impresa start-up innovativa di completare l'avvio e di rientrare fisiologicamente dalle perdite maturate nelle primissime fasi.” (SERVIZIO STUDI - DIPARTIMENTO ATTIVITÀ PRODUTTIVE, *Ulteriori misure urgenti per la crescita del Paese - D.L. 179/2012- A.C. 5626 - Schede di lettura*, documenti.camera.it/leg16/dossier/Testi/D12179.htm#_Toc348596373, 10 dicembre 2012).

E tra i diversi autori si richiamano O. CAGNASSO “*Note in tema di start up innovative, riduzione del capitale e stato di crisi (dalla ‘nuova’ alla ‘nuovissima’ s.r.l.)*”, op. cit.; A. BOLLETTINARI “*Le novità previste dal D.L. 372015: l'introduzione delle ‘piccole e medie imprese innovative’ e la modifica della disciplina della startup innovativa*”, op. cit.; ed anche L. SALVATORE “*Le start up innovative tra dato normativo e prassi contrattuale*”, in *Il Nuovo Diritto delle Società*, n. 19/2014.

³⁴ Con il termine *crowdfunding* si fa riferimento al fenomeno per cui una società può chiedere e ricevere finanziamenti da ogni soggetto interessato tramite un portale *online*. In particolare nella forma dell'*equity-based crowdfunding* la società offrirà le proprie partecipazioni e qualsiasi soggetto, iscritto al portale, potrà valutare le condizioni, decidendo eventualmente di sottoscrivere le partecipazioni offerte e divenire socio. In questa ipotesi il finanziamento alla società è quindi ottenuto in cambio di partecipazioni al capitale (quote o azioni).

Si confronti sul punto un'ampia dottrina M. L. VITALI “*Equity crowdfunding: la nuova frontiera della raccolta del capitale di rischio*”, in *Rivista delle Società*, n. 2-3/2014; A. BLANDINI “*Servizi finanziari per via telematica e le prospettive del diritto societario online*”, in *Banca Borsa Titoli di Credito*, n. 1/2016; A. LAMBERTI “*The financing to new companies: peculiarities of innovative start-up companies and the equity-based crowdfunding*”, in *Il Nuovo Diritto delle Società*, n. 2/2015; A. GUACCERO “*La start-up innovativa in forma di società a responsabilità limitata: raccolta del capitale di rischio ed equity crowdfunding*” in *Banca Borsa Titoli di Credito*, n. 6/2014; A. BOLLETTINARI “*Il crowdfunding: la raccolta del capitale tramite piattaforme online nella prassi e nella recente legislazione*”, in *Il Nuovo Diritto delle Società*, n. 2/2013.

ogni società di capitali l'unico parametro di tutela per i creditori, considerazione dalla quale deriva la rigida e stringente disciplina codicistica sul punto³⁵. Un allungamento degli esercizi per procedere alla riduzione del capitale potrebbe portare a pericolosi occultamenti. Nel periodo di tempo ulteriormente concesso gli unici ad avere effettivamente notizia delle avvenute perdite sarebbero i soci formalmente convocati in assemblea. Si rischia così facendo di privare di una tutela importante quei soggetti che in realtà la nuova normativa voleva incentivare ad investire con l'introduzione del *crowdfunding* e dei vari schemi remunerativi alternativi (oggetto di esame più avanti).

Si possono quindi analizzare le deroghe introdotte in ambito fallimentare³⁶, sottolineando che si tratta di ipotesi operanti nei soli confronti delle start up. Il decreto crescita *bis* delimita le misure fallimentari alle quali questa società è sog-

³⁵ Tale funzione del capitale sociale è stata del resto ribadita da numerosi autori, tra cui merita una citazione per la chiarezza espositiva un dei principali testi in materia: “Il capitale, oltre a svolgere una funzione organizzativa interna, può essere visto come un impegno della società nei confronti del mercato a mantenere un certo valore di patrimonio netto e, quindi: [...] a fare in modo che le perdite di esercizio non riducano il patrimonio netto al di sotto di tale valore, fatta salva una certa soglia di tolleranza. [...] Se il capitale è una ‘promessa’ al mercato di mantenere un certo valore di patrimonio netto, allora la riduzione di quest’ultimo al di sotto del valore promesso è già di per sé una violazione dell’originario impegno. Il legislatore italiano concede alla società un margine di flessibilità (pari a 1/3 del capitale), superato il quale, però, la società deve intervenire e adeguare il capitale al patrimonio netto. [...] Per il diritto italiano, quindi, il pericolo più grave non è il fatto in sé che il patrimonio netto sia diminuito al di sotto di una certa soglia a causa di perdite, bensì che la discrasia fra la ‘promessa’ (il capitale) e la realtà patrimoniale della società si prolunghi per troppo tempo e tragga in inganno i credito volontari futuri [...]” F. MUCCIARELLI, “*La riduzione del capitale per perdite*”, in “*S.r.l. Commentario*”, A. A. DOLMETTA e G. PRESTI (a cura di), pagg. 962-963.

³⁶ La specifica disciplina è contenuta nell’art. 31 del d.l. n. 179/2012 che per quanto concerne le start up afferma: “La start-up innovativa non è soggetta a procedure concorsuali diverse da quelle previste dal capo II della legge 27 gennaio 2012, n. 3. [...]”. Si precisa che la stessa normativa non trova invece applicazione alle PMI innovative, mancando un rinvio all’art. 31 del decreto crescita *bis* nell’art. 4 del d.l. n. 3/2015.

getta, facendo esclusivo riferimento a quelle contenute nella legge n. 3/2012³⁷. Ripercorrendone in breve i punti salienti, tale normativa, che affronta e cerca rimedio alla c.d. condizione di “sovraindebitamento”, introduceva la possibilità per il debitore-consumatore³⁸ di presentare un piano di ristrutturazione dei debiti, per il quale non è tuttavia necessario il consenso di tutti i creditori.

Il d.l. n. 179/2012³⁹ ha ulteriormente ridotto il numero di creditori sufficiente per considerare raggiunto l'accordo al 60% del totale dei debiti ed escludendo la necessità del consenso da parte di alcuni classi di creditori (*in primis* quelli privilegiati). È in ogni caso prevista la successiva omologazione dell'accordo da parte del tribunale. L'analisi del giudice dovrà consistere principalmente in una valutazione sulla meritevolezza del debitore, guardando alla

³⁷ L. n. 3 del 27 gennaio 2012, Disposizioni in materia di usura e di estorsione, nonché di composizione delle crisi da sovraindebitamento, pubblicata in *Gazzetta Ufficiale* n. 24 del 30 gennaio 2012.

³⁸ L'art 6 della legge n. 3/2012, come modificato dal d.l. n. 179/2012, fornisce la definizione dei suddetti termini con precisione: “Ai fini del presente capo, si intende: a) per ‘*sovraindebitamento*’: la situazione di perdurante squilibrio tra le obbligazioni assunte e il patrimonio prontamente liquidabile per farvi fronte, che determina la rilevante difficoltà di adempiere le proprie obbligazioni, ovvero la definitiva incapacità di adempierle regolarmente; b) per ‘*consumatore*’: il debitore persona fisica che ha assunto obbligazioni esclusivamente per scopi estranei all'attività imprenditoriale o professionale eventualmente svolta”.

³⁹ Infatti, tra le altre modifiche apportate, l'art. 18 del decreto crescita bis recita: “[...] il comma 2 è sostituito dal seguente: «Ai fini dell'omologazione di cui all'articolo 12, è necessario che l'accordo sia raggiunto con i creditori rappresentanti almeno il sessanta per cento dei crediti. I creditori muniti di privilegio, pegno o ipoteca dei quali la proposta prevede l'integrale pagamento non sono computati ai fini del raggiungimento della maggioranza e non hanno diritto di esprimersi sulla proposta, salvo che non rinuncino in tutto o in parte al diritto di prelazione. Non hanno diritto di esprimersi sulla proposta e non sono computati ai fini del raggiungimento della maggioranza il coniuge del debitore, i suoi parenti e affini fino al quarto grado, i cessionari o aggiudicatari dei loro crediti da meno di un anno prima della proposta.»”.

L'esclusione di alcune categorie di creditori e la riduzione del numero di consensi necessari delinea una disciplina più semplice e favorevole delle altre misure fallimentari per risolvere le situazioni di sovraindebitamento. Ciò anche a fronte dell'assenza di un piano preventivamente approvato dai creditori, essendo il giudice chiamato a pronunciarsi sulla semplice proposta di accordo, proveniente unilateralmente dal debitore-consumatore.

probabilità che egli adempia effettivamente quanto previsto nel piano, e sull'assenza di colpa nelle ragioni di sovraindebitamento⁴⁰. La disciplina si differenzia quindi dagli ordinari accordi di ristrutturazione⁴¹ del nostro ordinamento, non essendoci un accordo già raggiunto ma solo una proposta non ancora sottoposta al vaglio dei creditori.

Altra peculiarità consiste nel fatto che, una volta omologato il piano, questo è obbligatorio non solo per i creditori che vi hanno acconsentito, ma per tutti

⁴⁰ Si veda sul punto il terzo comma dell'art. 12 *bis* della legge sul sovraindebitamento (l. n. 3/2012), che detta chiaramente su quali criteri il giudice dovrà fondare la sua analisi del piano: "Verificata la fattibilità del piano e l'idoneità dello stesso ad assicurare il pagamento dei crediti impignorabili, nonché dei crediti di cui all'articolo 7, comma 1, terzo periodo, e risolta ogni altra contestazione anche in ordine all'effettivo ammontare dei crediti, il giudice, quando esclude che il consumatore ha assunto obbligazioni senza la ragionevole prospettiva di poterle adempiere ovvero che ha colposamente determinato il sovraindebitamento, anche per mezzo di un ricorso al credito non proporzionato alle proprie capacità patrimoniali, omologa il piano, disponendo per il relativo provvedimento una forma idonea di pubblicità".

⁴¹ La disciplina degli accordi di ristrutturazione è contenuta nell'art. 182 bis della legge fallimentare (R.D. n. 267 del 16 marzo 1942, pubblicato in *Gazzetta Ufficiale* n.81 del 6 aprile 1942, e successive modifiche): "L'imprenditore in stato di crisi può domandare, depositando la documentazione di cui all'articolo 161, l'omologazione di un accordo di ristrutturazione dei debiti stipulato con i creditori rappresentanti almeno il sessanta per cento dei crediti, unitamente ad una relazione redatta da un professionista in possesso dei requisiti di cui all'art. 67, terzo comma, lettera d) sull'attuabilità dell'accordo stesso, con particolare riferimento alla sua idoneità ad assicurare il regolare pagamento dei creditori estranei. L'accordo è pubblicato nel registro delle imprese e acquista efficacia dal giorno della sua pubblicazione. Dalla data della pubblicazione e per sessanta giorni i creditori per titolo e causa anteriore a tale data non possono iniziare o proseguire azioni cautelari o esecutive sul patrimonio del debitore. Si applica l'art. 168 secondo comma. Entro trenta giorni dalla pubblicazione i creditori e ogni altro interessato possono proporre opposizione. Il tribunale, decise le opposizioni, procede all'omologazione in camera di consiglio con decreto motivato. Il decreto del tribunale è reclamabile alla corte di appello ai sensi dell'articolo 183, in quanto applicabile, entro quindici giorni dalla sua pubblicazione nel registro delle imprese".

Anche in questo caso si richiede il consenso di una porzione relativamente bassa di creditori (rappresentanti il 60% dei crediti), tuttavia, a differenza di quanto avviene per il piano ex l. n. 3/2012, si computano i creditori assistiti da privilegio, pegno o ipoteca, gli altri soggetti avranno diritto di fare opposizione, il piano non sarà vincolante per tutti i creditori come si evince dal riferimento al "regolare pagamento dei creditori estranei" al piano.

quelli aventi causa anteriore al momento in cui lo stesso è reso pubblico e, in certa misura, anche per i creditori posteriori⁴². Tale affermazione emerge anche da un confronto rispetto alla disciplina del suddetto piano prima delle modifiche apportate con il d.l. n. 179/2012, quando si faceva riferimento nel testo al “regolare pagamento dei creditori estranei”⁴³ al piano, frase poi scomparsa con le modifiche successive. Per tale via viene quindi introdotta una disciplina di risanamento dei debiti che risulta, in primo luogo, semplificata rispetto alle ordinarie procedure fallimentari ed, in secondo, più favorevole per il debitore, sul quale grava l’unico onere di non concorrere con colpa alla situazione di sovraindebitamento. Il *favor* legislativo emerge anche nella previsione che i creditori assistiti da privilegio, pegno o ipoteca possono non essere integralmente soddisfatti, ma pagati solo per un ammontare pari al possibile valore di realizzo⁴⁴.

In alternativa alla procedura descritta si potrà richiedere la liquidazione di tutti i beni, ricorrendone ovviamente i presupposti legali⁴⁵. In tal caso, il giudice,

⁴² In particolare si sottolinea che i creditori aventi causa successiva all’omologazione del piano di ristrutturazione non potranno in alcun modo far valere diritti sui beni oggetto del piano medesimo. Il legislatore ribadisce l’affermazione nella stessa legge sul sovraindebitamento (“Il piano omologato è obbligatorio per tutti i creditori anteriori al momento in cui è stata eseguita la pubblicità di cui all’articolo 12 *bis*, comma 3. I creditori con causa o titolo posteriore non possono procedere esecutivamente sui beni oggetto del piano”, comma II, art 12 *ter*).

⁴³ Così recitava l’art. 7 della l. n. 3/2012 nel testo precedente, utilizzando un’espressione analoga a quella degli accordi di ristrutturazione ex art. 182 *bis* della legge fallimentare.

E per un approfondimento della validità *erga omnes* dell’accordo si rinvia a R. BATTAGLIA “*I nuovi procedimenti di composizione della crisi da sovraindebitamento dopo il maquillage della L. n. 3/2012*”, in *Il Fallimento*, n. 12/2013. Secondo l’Autore la disciplina finisce con l’essere assimilata ad un peculiare e agevolativo concordato preventivo.

⁴⁴ In tal senso si rinvia all’art. 7 della l. n. 3/2012 (“[...] è possibile prevedere che i crediti muniti di privilegio, pegno o ipoteca possono non essere soddisfatti integralmente, allorché ne sia assicurato il pagamento in misura non inferiore a quella realizzabile, in ragione della collocazione preferenziale sul ricavato in caso di liquidazione, avuto riguardo al valore di mercato attribuibile ai beni o ai diritti sui quali insiste la causa di prelazione, come attestato dagli organismi di composizione della crisi [...]”). Il testo della norma risulta estremamente chiaro

⁴⁵ Al riguardo l’art. 14 *ter* della legge n. 3/2012 richiede che il debitore versi in una situazione di sovraindebitamento e che non ricorrano due condizioni di inammissibilità: non deve

ritenendo sussistenti i requisiti dell'art. 14 *ter* della legge n. 3/2012 e non essendo stati compiuti atti in frode ai creditori, provvederà alla nomina di un liquidatore, che formulerà il relativo piano e svolgerà ogni attività e formalità. Tutti i creditori interessati potranno chiedere di essere ammessi alla procedura. Inoltre, è introdotta la possibilità di esdebitazione⁴⁶ per i crediti vantati da coloro che ab-

essere soggette a procedure concorsuali diverse da quelle della legge in esame e non deve aver già fatto ricorso ad una delle due misure disciplinate nei cinque anni precedenti (che diventano otto nel caso dell'esdebitazione).

⁴⁶ Per la disciplina di dettaglio si rinvia all'art. 14 *terdecies* della l. n. 3/2012, che detta i criteri di applicazione dell'esdebitazione, i casi di esclusione ed inapplicabilità dell'istituto: "Il debitore persona fisica è ammesso al beneficio della liberazione dei debiti residui nei confronti dei creditori concorsuali e non soddisfatti a condizione che: a) abbia cooperato al regolare ed efficace svolgimento della procedura, fornendo tutte le informazioni e la documentazione utili, nonché adoperandosi per il proficuo svolgimento delle operazioni; b) non abbia in alcun modo ritardato o contribuito a ritardare lo svolgimento della procedura; c) non abbia beneficiato di altra esdebitazione negli otto anni precedenti la domanda; d) non sia stato condannato, con sentenza passata in giudicato, per uno dei reati previsti dall'articolo 16; e) abbia svolto, nei quattro anni di cui all'articolo 14-*undecies*, un'attività produttiva di reddito adeguata rispetto alle proprie competenze e alla situazione di mercato o, in ogni caso, abbia cercato un'occupazione e non abbia rifiutato, senza giustificato motivo, proposte di impiego; f) siano stati soddisfatti, almeno in parte, i creditori per titolo e causa anteriore al decreto di apertura della liquidazione. *L'esdebitazione è esclusa: a) quando il sovraindebitamento del debitore è imputabile ad un ricorso al credito colposo e sproporzionato rispetto alle sue capacità patrimoniali; b) quando il debitore, nei cinque anni precedenti l'apertura della liquidazione o nel corso della stessa, ha posto in essere atti in frode ai creditori, pagamenti o altri atti dispositivi del proprio patrimonio, ovvero simulazioni di titoli di prelazione, allo scopo di favorire alcuni creditori a danno di altri.* L'esdebitazione non opera: a) per i debiti derivanti da obblighi di mantenimento e alimentari; b) per i debiti da risarcimento dei danni da fatto illecito extracontrattuale, nonché per le sanzioni penali ed amministrative di carattere pecuniario che non siano accessorie a debiti estinti; c) per i debiti fiscali che, pur avendo causa anteriore al decreto di apertura delle procedure di cui alle sezioni prima e seconda del presente capo, sono stati successivamente accertati in ragione della sopravvenuta conoscenza di nuovi elementi. Il giudice, con decreto adottato su ricorso del debitore interessato, presentato entro l'anno successivo alla chiusura della liquidazione, sentiti i creditori non integralmente soddisfatti e verificate le condizioni di cui ai commi 1 e 2, dichiara inesigibili nei suoi confronti i crediti non soddisfatti integralmente. I creditori non integralmente soddisfatti possono proporre reclamo ai sensi dell'articolo 739 del codice di procedura civile di fronte al tribunale e del collegio non fa parte il giudice che ha emesso il decreto. Il provvedimento di esdebitazione è revocabile in ogni momento, su istanza dei creditori, se risul-

biamo concorso alla procedura senza tuttavia essere soddisfatti. Si tratta ovviamente di un effetto subordinato a rigidi presupposti di legge e che dovrà essere oggetto di una verifica da parte del giudice. Tuttavia costituisce indubbiamente un grande vantaggio per il debitore, che si troverà liberato da una serie di crediti senza averli effettivamente e pienamente ripagati.

Sono disposizioni, in larga misura modificate proprio con la normativa del decreto crescita *bis*, che il legislatore ha evidentemente pensato per snellire le procedure fallimentari, guardando anche ad un'ottica di continuità dell'attività aziendale, che emerge proprio dalla disciplina dell'accordo di ristrutturazione. Questa normativa risulta del resto coerente con la natura delle start up, le quali nei primi anni di vita incontreranno inevitabili problemi finanziari e dovranno ingentemente ricorrere all'indebitamento⁴⁷, avendo entrate cospicue solo in un più lungo periodo. Il problema della disciplina fallimentare in Italia risiede nel profondo disvalore con cui questa fase della vita aziendale viene percepita dalla cultura imprenditoriale. Agevolando la relativa procedura e facilitando una veloce ripresa, l'intento legislativo era anche quello di aiutare una riavvio rapido ed

ta: a) che è stato concesso ricorrendo l'ipotesi del comma 2, lettera b); b) che è stato dolosamente o con colpa grave aumentato o diminuito il passivo, ovvero sottratta o dissimulata una parte rilevante dell'attivo ovvero simulate attività inesistenti. Si applicano, in quanto compatibili, gli articoli 737 e seguenti del codice di procedura civile. Il reclamo si propone al tribunale e del collegio non può far parte il giudice che ha pronunciato il provvedimento" (enfasi aggiunta). Questo è il testo dell'articolo che costituisce il caposaldo della disciplina di esdebitazione.

⁴⁷ L'*incipit* lento caratteristico delle start up è ampiamente illustrato dai diversi autori citati in questo elaborato e rinvenibile in ogni articolo sull'argomento. Si sottolinea in particolare come per alcuni economisti un avvio troppo veloce della società sia persino sconsigliabile e da evitare, sul punto F. M. MICALUDI, "Start Up: problematiche ed opportunità per i dottori commercialisti", in *Rivista dei Dottori Commercialisti*, n. 4/2011, che così scrive: "La fase di *scaling* [n.d.A. la fase nella quale il prodotto dell'impresa viene portato sul mercato e commercializzato] è quella più critica, poiché le aziende possono raggiungere un successo 'troppo grande' e 'troppo presto', tale da non poter essere gestito adeguatamente.", pag. 868).

al contempo abbattere la visione del fallimento come marchio di cui l'imprenditore non può più spogliarsi ⁴⁸.

Una volta delineata la disciplina del fallimento e delle perdite sociali, il legislatore concentra la propria attenzione su un particolare tipo di start up e PMI innovative: la s.r.l. Su questo modello inserisce alcune delle più significative deroghe, con un profondo allontanamento dal tipo disegnato con la riforma del 2003. Di seguito si possono analizzare i principali punti toccati dai due decreti innovativi.

2.1 CATEGORIZZAZIONE E CONTENUTO DELLE PARTECIPAZIONI SOCIALI.

Una volta stabilita l'assenza di vincoli nella scelta tra i diversi modelli di s.r.l.⁴⁹, una delle prime e più significative deroghe al modello codicistico in esa-

⁴⁸ Si tratta di una concezione culturale che trovava il proprio specchio nella stessa normativa fallimentare fino alla riforma del 2006 (avvenuta con il d.lgs. n. 5 del 9 gennaio 2006, pubblicato in *Gazzetta Ufficiale* n. 12 del 16 gennaio 2006, *Supplemento Ordinario* n. 13), quando era ancora prevista l'incapacità del fallito e la dichiarazione di riabilitazione giudiziaria. Sul punto si sono d'altronde espressi, tra gli altri, A. TAJANI (http://europa.eu/rapid/press-release_IP-12-1354_it.htm) e lo stesso Rapporto "*Restart Italia!*", op. cit.

D'altronde l'intenzione legislativa di superare tale concezione emerge nella *Relazione Illustrativa al decreto crescita bis*, nel commento all'art. 31, dove nella spiegazione della *ratio* delle nuove procedure concorsuali si legge che "si vuole impedire che lo *startupper* si veda in qualche modo limitare la possibilità di ripartire con un nuovo progetto imprenditoriale alternativo".

⁴⁹ Sul punto si ricordano M. COSSU "*Nuovi modelli di s.r.l. nella legislazione italiana recente*", op.cit.; M. MALTONI e P. SPADA "*L'impresa start up innovativa costituita in società a responsabilità limitata*", op. cit.

Entrambi gli autori ammettono la possibilità di utilizzare la s.r.l. con capitale inferiore a 10.000 euro e la s.r.l.s. per costituire start up e PMI innovative. Come osservato nei due testi citati, il problema del modello s.r.l.s. potrebbe consistere nell'impossibilità di adottare una qualsiasi deroga, dovendo l'atto costitutivo della società in esame essere conforme al modello standard tipizzato. Ma mentre il secondo scritto accoglie la tesi più rigida, M. COSSU "*Nuovi modelli di s.r.l. nella legislazione italiana recente*", op. cit., apre alla possibilità di integrazione dell'atto costitutivo, affermando che l'art. 2463 bis cod. civ. ne prevede la sola inderogabilità.

me è contenuta nell'art. 26 del decreto crescita *bis* e viene ripresa dall'art. 4 dell'*investment compact*. La prima disposizione così recita:

“[...] L'atto costitutivo della start-up innovativa costituita in forma di società a responsabilità limitata può creare categorie di quote fornite di diritti diversi e, nei limiti imposti dalla legge, può liberamente determinare il contenuto delle varie categorie anche in deroga a quanto previsto dall'articolo 2468, commi secondo e terzo, del codice civile.

L'atto costitutivo della società di cui al comma 2, anche in deroga all'articolo 2479, quinto comma, del codice civile, può creare categorie di quote che non attribuiscono diritti di voto o che attribuiscono al socio diritti di voto in misura non proporzionale alla partecipazione da questi detenuta ovvero diritti di voto limitati a particolari argomenti o subordinati al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative. [...]”.

Per il testo del secondo, si rinvia invece *supra* cap. II, par. 2, nota n. 29.

Le disposizioni in esame prevedono la possibilità per le start up e PMI innovative di derogare ad uno dei capisaldi della riforma del d.lgs. n. 6/2003: la non categorizzazione delle quote e il conseguente inscindibile legame che queste creano con la persona del socio. Al contrario con la recente normativa, il legislatore interviene consentendo proprio quell'oggettivazione della partecipazione sociale che aveva duramente e singolarmente vietato in precedenza. Come si legge nella *Relazione illustrativa*⁵⁰, l'intento era fornire una serie di strumenti quanto

⁵⁰ “Si tratta di istituti previsti in via ordinaria per le s.p.a., ma la cui estensione qui risponde alla ratio di consentire una diversificazione delle opzioni di investimento per gli investitori interessati ad entrare nel capitale della impresa start-up innovativa, favorendone la crescita”, così si esprime la *Relazione Illustrativa al D.L. n. 179/2012, Ulteriori misure urgenti per la crescita del Paese*, www.tuttocamere.it/files/Archivio/Secondo_Decreto_Sviluppo_Relazione.pdf.

Richiama questa finalità legislativa anche M. CIAN “*Le start-up innovative a responsabilità limitata: partecipazioni, altri rapporti partecipativi e nuovi confini del tipo*”, in *Nuove Leggi Civili Commentate*, n. 6/2014, che così afferma: “[...] la specialità è concepita e voluta proprio per consentire alla s.r.l. (innovativa) di perseguire logiche di penetrazione del mercato dei capitali analoghe a quelle della s.p.a. [...] attingendo a risorse finanziarie senza spostare il baricentro del controllo sull'impresa” (pag. 1183).

mai flessibili e diversificati, per adattarli alle esigenze dei nuovi investitori che queste imprese vogliono attrarre. Merita sottolineare che queste società qualificate potranno quindi emettere sia quote dotate di diritti particolari, sia categorie di quote. L'ultima previsione introdotta non vuole infatti abrogare⁵¹, neanche implicitamente, la prima, ma piuttosto affiancarla per ampliare - ancora di più e, nell'opinione della scrivente, pericolosamente - l'autonomia statutaria riconosciuta alla s.r.l. L'idea dalla quale muove il legislatore è la creazione di un sistema di quote e categorie costruito nella s.r.l. analogamente a quanto avviene nella s.p.a., volendo consentire la standardizzazione delle partecipazioni sociali e favorire per tale via la circolazione, da sempre uno dei limiti del modello s.r.l.

È identico il motivo che porta alla previsione del terzo comma dell'art. 26 del decreto crescita *bis* e che viene richiamato nella disciplina delle PMI innovative, riguardante la possibilità di emettere anche quote con voto limitato, sottoposto a condizione, non proporzionale all'effettivo investimento o persino senza alcun diritto di voto. Ora, se il diritto di voto è una delle massime espressioni della partecipazione sociale (dopo e accanto alla ripartizione degli utili) e se la s.r.l. si basa su un necessario attivismo dei suoi membri (come illustrato nella *Relazione al D.Lgs. n. 6/2003* e ribadito anche nel primo capitolo di questo elaborato), si delineano subito una serie di problematiche e di inconciliabilità tra questa disposizione e la *ratio* posta a fondamento del modello in esame.

⁵¹ Questa la tesi sostenuta da L. SALVATORE “*Le start up innovative tra dato normativo e prassi contrattuale*”, op. cit.; M. MALTONI e P. SPADA “*L’impresa start up innovativa costituita in società a responsabilità limitata*”, op. cit., secondo i quali “Dunque, nella medesima società potranno coesistere ‘diritti particolari’ attribuiti a singoli soci e categorie di quote, la cui diversità si apprezza sotto il profilo della peculiare disciplina, legalo o convenzionale, rispettivamente applicabile.” (pag. 8); e M. CIAN “*Le start-up innovative a responsabilità limitata: partecipazioni, altri rapporti partecipativi e nuovi confini del tipo*”, op. cit., che scrive: “Sembra plausibile che lo schema immanente al disegno normativo (o, se si vuole immaginato dal legislatore) sia quello della compresenza di quote ‘ordinarie’ e di diritto comune, di regola detenute dai soci fondatori e motori della *start-up*, e di serie partecipative distribuite sul mercato dei capitali”, pag. 1184.

Tali criticità sono accentuate dal mancato richiamo ad un qualsivoglia limite⁵² nella possibile - e plausibile - previsione statutaria di voto limitato, *sub condizione*, non proporzionale o assente. La stessa disposizione si rinviene nella disciplina della s.p.a.⁵³, dove tuttavia risulta essere assistita da limiti piuttosto stringenti, che fissano un tetto massimo di emissione di tali particolari azioni. Nella fretta di introdurre un'analogia disciplina nella s.r.l. start up o PMI innovativa il legislatore sembra aver dimenticato proprio di considerare questa parte della materia, che avrebbe invece dovuto essere un punto fermo nel tracciarne le similitudini e i confini. Nel testo dell'art. 2351 cod. civ. viene introdotto un chiaro paletto all'emissione di azioni con limitazioni nel voto: le azioni in esame non potranno eccedere la metà del capitale sociale indipendentemente dalla forma di tali vincoli.

Per quanto invece riguarda le s.r.l. start up e PMI innovative, ha avuto modo di esprimersi sul punto, a partire dalla modifica introdotta nel 2012, una consistente parte della dottrina⁵⁴, la quale ha per più vie ritenuto di dover necessa-

⁵² L'osservazione proviene da più autori, tra cui G. D. MOSCO "*Le s.r.l. e il loro doppio*", in *La Voce*, disponibile su www.lavoce.info/archives/36402/le-srl-e-il-loro-doppio/, 5 agosto 2015; L. SALVATORE "*Le start up innovative tra dato normativo e prassi contrattuale*", op. cit.; P. BENAZZO "*La s.r.l. Start Up innovativa*", op. cit.

⁵³ Si rinvia sul punto all'art. 2351 c.c.: "Ogni azione attribuisce il diritto di voto. Salvo quanto previsto dalle leggi speciali, lo statuto può prevedere la creazione di azioni senza diritto di voto, con diritto di voto limitato a particolari argomenti, con diritto di voto subordinato al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative. *Il valore di tali azioni non può complessivamente superare la metà del capitale sociale.* [...]" (enfasi aggiunta). La previsione risulta analoga, ma include anche un significativo limite.

⁵⁴ Tra gli altri si vedano, anche per la trattazione successiva del problema, L. SALVATORE "*Le start up innovative tra dato normativo e prassi contrattuale*", op. cit.; P. BENAZZO "*La s.r.l. Start Up innovativa*", op. cit., per il quale l'applicazione analogica risulta indispensabili al fine di evitare "un non virtuoso fenomeno di 'arbitraggio normativo' della s.r.l. a discapito della s.p.a." (pag. 104); e M. MALTONI e P. SPADA "*L'impresa start up innovativa costituita in società a responsabilità limitata*", op. cit., per i quali: "Appare ragionevole ricavare dalla contiguità sistemica e funzionale tra regime dell'impresa start up innovativa s.r.l. e società per azioni [...] un invito ad estendere analogicamente alle quote unitarie di impresa start up innovativa

riamente applicare per analogia anche alle peculiari s.r.l. oggetto di esame la disciplina limitativa della s.p.a. Se la deroga all'art. 2479⁵⁵ cod. civ. fosse da intendersi senza limiti, ci si troverebbe paradossalmente di fronte ad una s.r.l. molto meno vincolata della s.p.a. nell'emissione di tali tipologie di quote. D'altronde il tenore letterale dell'art. 26 del d.l. n. 179/2012 richiama specularmente le previsioni in materia di s.p.a. di cui all'art. 2351 cod. civ. Si potrebbe allora sostenere l'applicazione analogica dell'art. 2351 cod. civ. anche nell'imposizione di un limite legale all'emissione di quote con voto limitato (escluso o subordinato) partendo proprio dal principio sotteso alla disciplina delle società nel nostro ordinamento, che risulta alla base di istituti basilari quale il divieto di patto leonino: chi rischia deve avere il potere. Dal quale deriva conseguentemente che chi più rischia deve avere un potere decisionale maggiore⁵⁶. Se un socio detenesse una partecipazione superiore alla metà del capitale sociale non potrebbe vedersi limitato il suo voto al punto da non poter incidere sulle dinamiche sociali, altrimenti si creerebbe una situazione paradossale. Da qui l'opportunità di prevedere un vincolo a tali ipotesi, ritenendo applicabile alle s.r.l. start up e PMI innovative il limite enunciato dal legislatore non in tema di s.r.l. ma di s.p.a. E del resto tale interpretazione appare legittimata da un lato dalle forti dissonanze introdotte rispetto al classico modello s.r.l., dall'altro dalla stessa *Relazione illustrativa* al

s.r.l. i limiti di diversificazione previsti per la società per azioni” (pag. 10), salvo un'attenta riflessione sulla funzione di tali limiti nella loro estesa applicazione.

⁵⁵ Il cui quinto comma recita: “Ogni socio ha diritto di partecipare alle decisioni previste dal presente articolo ed il suo voto vale in misura proporzionale alla sua partecipazione”.

L'articolo in esame definisce chiaramente il principio di proporzionalità tra voto e partecipazione, essendo questo a sua volta una forma di espressione del rapporto tra rischio e potere.

⁵⁶ Chiarissima l'espressione di L. SALVATORE “*Le start up innovative tra dato normativo e prassi contrattuale*”, op. cit.: “Muovendo dalla *ratio* di tali limiti [n.d.A. si parla dei limiti all'emissione di azioni con voto limitato nelle s.p.a.], *ratio* da ravvisare nella necessità che vi sia proporzionalità tra rischio e potere (per cui chi ha una maggiore partecipazione al capitale sociale e più rischia, ha maggiore potere decisionale), si potrebbe sostenere che detti limiti possano operare anche per le s.r.l.” (pag. 21).

decreto crescita *bis*⁵⁷ che riporta l'espresso intento legislativo di estendere alla s.r.l. innovativa - nelle sue diverse declinazioni - istituti propri della s.p.a. Quindi la necessità di applicare il limite dell'art. 2351 cod. civ. sembra discendere dai principi stessi dell'ordinamento societario italiano, che il legislatore ha toccato ed intaccato con tali riforme. Non si potrebbe del resto prescindere da tale estensione, dovendosi altrimenti ammettere il caso paradossale per cui un soggetto investendo solo un euro su cento in cambio di una quota infima potrebbe essere l'unico ad esercitare il voto e, nei fatti, l'unico decisore sociale, a fronte di limiti e condizioni imposti a tutti gli altri soci.

Tuttavia l'introduzione di un voto condizionato, limitato, non proporzionale e addirittura escluso non porta soltanto problemi applicativi nell'individuazione dei vincoli che obbligatoriamente devono gravare su tali quote.

Altre criticità sono sollevate dalla nuova normativa e il legislatore non sembra avervi trovato risposta, esponendo una - plausibilmente - consistente parte della compagine sociale a conseguenze del tutto inaspettate ed imprevedibili nel modello s.r.l. Infatti meritano di essere ricordate alcune previsioni legate a questo tipo societario, quali il comma primo dell'art. 2479⁵⁸ cod. civ. e, soprat-

⁵⁷ La *Relazione illustrativa al decreto crescita bis* (op. cit.) fa riferimento in più punti alla volontà legislativa di costruire una normativa unitaria e completa, intento nel quale forse il legislatore non è tuttavia pienamente riuscito. Per citare alcune dei più significati passaggi, si posso ricordare: "Le nuove misure rappresentano un corpus normativo organico molto ricco su tutti gli aspetti più importanti del ciclo di vita di una start-up [...] Sono invece previste alcune deroghe al diritto societario vigente per consentire una gestione più flessibile e più funzionale alle esigenze di *governance* tipiche delle start-up, soprattutto se costituite in forma di S.r.l., rendendo più flessibili gli obblighi di ricapitalizzazione, aprendo alla possibilità di attribuzioni di titoli rappresentativi del capitale, anche privi di diritti di voto, e consentendo l'offerta al pubblico di quote di partecipazione." pag. 3. E ancora: "In termini generali, la Sezione sulle start-up innovative mira anche a creare, per la prima volta nel panorama legislativo italiano, un quadro di riferimento nazionale coerente per le start-up." così pag. 55; infine: "I comma 2 e 3 estendono anche alle imprese start-up innovative costituite in forma di S.r.l., istituti previsti dalla disciplina delle S.p.A. [...]" (pag. 59).

⁵⁸ Il primo comma dell'art. 2479 cod. civ. così afferma: "I soci decidono sulle materie riservate alla loro competenza dall'atto costitutivo, nonché sugli argomenti che uno o più amministratori o tanti soci che rappresentano almeno un terzo del capitale sociale sottopongono alla

tutto, l'art. 2479 *ter*⁵⁹ cod. civ. Le delibere assembleari potranno essere impugnate solo da soci che non vi abbiano consentito, espressione che presuppone l'esercizio di un voto contrario o quantomeno di un'astensione⁶⁰. Ci si chiede quindi se i soci senza voto si troveranno costretti ad accettare le decisioni prese dagli altri o se sia possibile ipotizzare un'applicazione analogia dell'intero art. 2377 cod. civ., con una evidente forzatura nel sistema.

Con l'introduzione di quote categorizzate e standardizzate viene del tutto scossa nelle sue fondamenta la disciplina della s.r.l. Non è più centrale il socio, con la sua personalità, ma la quota. Il testo dell'art. 2468 cod. civ. trovava nel consenso dei soci il limite al principio della parità di trattamento, posto proprio a loro tutela e perciò solo da loro derogabile. Allora, in forza di una decisione comune e per i meriti di determinati membri, si potevano ad essi attribuire diritti particolari, essendo per tale via il modello s.r.l. fondato sull'*intuitus personae*⁶¹, a differenza della s.p.a. Con la previsione di categorie di quote, del tutto oggettivate, si attua una spersonalizzazione del tipo con una centralità della partecipazione sociale asettica, indipendente dall'individuo che la detiene. In altre parole,

loro approvazione”, lasciando aperto il dubbio se anche le quote non conferenti alcun diritto di voto vadano o meno conteggiate in tale frazione del capitale sociale e il problema di come debbano al contempo essere computate le quote con voto limitato, condizionato, non proporzionale.

⁵⁹ L'art. 2479 *ter* cod. civ. indica con chiarezza all'interprete quali soci potranno impugnare le delibere assembleari e, tracciando una grande apertura rispetto al sistema della s.p.a., riconosce tale facoltà anche ai singoli soci. Recita infatti: “Le decisioni dei soci che non sono prese in conformità della legge o dell'atto costitutivo possono essere impugnate dai soci che non vi hanno consentito, da ciascun amministratore e dal collegio sindacale entro tre mesi dalla loro trascrizione nel libro delle decisioni dei soci”.

La disposizione sembra destinata a sollevare quindi nuovi problemi sulla posizione dei soci privi di voto e della loro possibilità o meno d'impugnare le delibere assembleari, alle quale non possono concorrere.

⁶⁰ Il problema è particolarmente sentito da P. BENAZZO “*La s.r.l. Start Up innovativa*”, op. cit.

⁶¹ “[...] il socio di s.r.l. non è un mero ‘sacco di denaro’ fungibile, ma un imprenditore le cui qualità possono trovare riconoscimento nello statuto.” L. SALVATORE “*Le start up innovative tra dato normativo e prassi contrattuale*”, op. cit., pag. 30.

viene meno proprio quella *ratio* sulla quale il legislatore della riforma del 2003 aveva fatto affidamento; la personalità e l'individualità del singolo socio perdono consistenza e non sono più considerabili base e fondamento della disciplina delle s.r.l. start up e PMI innovative. E bisogna sottolineare che con le categorie di quote potranno essere introdotti anche diritti diversi da quelli particolari disciplinati dall'art. 2468 cod. civ.

Per tale via la s.r.l. risulta avvicinata alla s.p.a. e con l'applicazione alla prima di istituti propri della seconda si pone il problema di ulteriori vincoli nell'emissione delle categorie di quote. La dottrina ritiene anche in questo caso di dover ricorrere ad una compensazione analogica per il tramite delle previsioni della s.p.a. Si richiede quindi che ogni categoria di quote attribuisca gli stessi diritti⁶², che operi il divieto del patto leonino⁶³, la disciplina delle delibere delle assemblee speciali⁶⁴ e così via.

Con la prima significativa deroga alla disciplina codicistica della s.r.l. il legislatore ha dato alle start up e PMI innovative una serie di strumenti propedeutici ad una loro progressiva apertura. Non ha tuttavia considerato, come si è visto, le ripercussioni sul tipo in esame e le criticità che la dottrina ha dovuto affrontare e risolvere per evitare l'introduzione di istituti paradossali nel nostro ordinamento e la distorsione dei suoi principi basilari.

⁶² Il principio è contenuto nell'art. 2348, comma terzo, cod. civ. ("Tutte le azioni appartenenti ad una medesima categoria conferiscono uguali diritti.").

⁶³ Il divieto del patto leonino è espresso chiaramente dall'art. 2265 cod. civ. ("È nullo il patto con il quale uno o più soci sono esclusi da ogni partecipazione agli utili o alle perdite.").

⁶⁴ Recita sul punto il terzo comma dell'art. 2377 cod. civ.: "L'impugnazione può essere proposta dai soci quando possiedono tante azioni aventi diritto di voto con riferimento alla deliberazione che rappresentino, anche congiuntamente, l'uno per mille del capitale sociale nelle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio e il cinque per cento nelle altre; lo statuto può ridurre o escludere questo requisito. Per l'impugnazione delle deliberazioni delle assemblee speciali queste percentuali sono riferite al capitale rappresentato dalle azioni della categoria".

Si esprime con particolare favore per l'analogia P. BENAZZO "*La s.r.l. Start Up innovativa*", op. cit.

2.2 L'EQUITY-BASED CROWDFUNDING E L'APERTURA DELLA SOCIETÀ.

Per ovviare al problema derivante dall'eccessivo ricorso al credito bancario, con le negative conseguenze acuitizzate dalla crisi economica, il legislatore ha introdotto la possibilità per la s.r.l. start up o PMI innovativa di ampliare le proprie fonti di finanziamento, dapprima con il decreto crescita *bis* e poi con l'*investment compact*. La previsione si sostanzia nell'accesso di queste due società qualificate all'*equity-based crowdfunding*.

Per tale via si tenta di aprire enti tipicamente chiusi, permettendogli di far circolare i propri strumenti e le proprie quote. C'è un evidente allontanamento dall'originale idea della riforma del 2003. La s.r.l. era stata in origine concepita come una società tendenzialmente chiusa, con un chiaro divieto di quotarsi e permettere la circolazione delle sue quote a fronte della maggiore autonomia concessa ai suoi soci. Veniva così assicurato un bilanciamento tra il minor intervento pubblico con tutele depotenziate e l'imposta limitata circolazione delle quote per la protezione dei terzi investitori. E questa era forse la maggiore differenza rispetto alla disciplina s.p.a. e comportava al contrario un'assimilazione della s.r.l. alle società di persone, dove l'individuo viene posto al centro della compagine.

La volontà sottesa a tale nuova apertura è quella di moltiplicare le fonti di capitale a disposizione della s.r.l., fondata sulla considerazione che la criticità nel reperimento dei fondi necessari alla vita sociale e la persistente sottocapitalizzazione di tali società fossero tra le principali criticità del sistema. L'unica modalità con la quale il legislatore crede di risolvere il problema risulta essere l'apertura del capitale e la libera circolazione della quota⁶⁵, senza significative differenze rispetto a quanto avviene nell'ambito delle s.p.a.

⁶⁵ La *ratio* è spiegata nella *Relazione illustrativa al d.l. n. 179/2012*, op. cit.: "Inoltre, il finanziamento delle start-up attraverso capitale di rischio contribuirebbe a contrastare il cronico problema della sottocapitalizzazione delle imprese italiane e a ridurre la strutturale dipendenza dal finanziamento bancario attraverso una benefica diversificazione delle fonti di approvvigionamento del capitale."

Sul punto è chiaro il dettato dell'art. 26 del d.l. n 179/2012, comma quinto:

“In deroga a quanto previsto dall'articolo 2468, comma primo, del codice civile, le quote di partecipazione in start-up innovative costituite in forma di società a responsabilità limitata possono costituire oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari, anche attraverso i portali per la raccolta di capitali di cui all'articolo 30⁶⁶ del presente decreto, nei limiti previsti dalle leggi speciali”.

Tale finalità è analizzata anche da A. TROISI “Crowdfunding e mercato creditizio: profili regolamentari”, in *Contratto e Impresa*, n. 2/2014, pagg. 519 e ss.

⁶⁶ L'art. 30 del decreto crescita *bis* è infatti espressamente dedicato ai portali di raccolta di capitale di rischio, individuando le modifiche da apportare al T.U.F. e quale ruolo la Consob dovrà rivestire nella nuova disciplina: “All'articolo 1, dopo il comma 5-*octies* del testo unico delle disposizioni in materia finanziaria, di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, sono inseriti i seguenti: «5-*novies*. Per ‘portale per la raccolta di capitali per le start-up innovative si intende una piattaforma *online* che abbia come finalità esclusiva la facilitazione della raccolta di capitale di rischio da parte delle start-up innovative, comprese le start-up a vocazione sociale. 5-*decies*. Per ‘start-up innovativa’ si intende la società definita dall'articolo 25, comma 2, del decreto-legge 18 ottobre 2012, n. 179.». Nella parte II, titolo III, dopo il capo III-*ter* del suddetto decreto è inserito il seguente: «Capo III-*quater*. Gestione di portali per la raccolta di capitali per le start-up innovative. Art. 50-*quinquies*. (Gestione di portali per la raccolta di capitali per start-up innovative). - 1. È gestore di portali il soggetto che esercita professionalmente il servizio di gestione di portali per la raccolta di capitali per le start-up innovative ed è iscritto nel registro di cui al comma 2. 2. *L'attività di gestione di portali per la raccolta di capitali per le start-up innovative è riservata alle imprese di investimento e alle banche autorizzate ai relativi servizi di investimento nonché ai soggetti iscritti in un apposito registro tenuto dalla Consob, a condizione che questi ultimi trasmettano gli ordini riguardanti la sottoscrizione e la compravendita di strumenti finanziari rappresentativi di capitale esclusivamente a banche e imprese di investimento. Ai soggetti iscritti in tale registro non si applicano le disposizioni della parte II, titolo II, capo II e dell'articolo 32.* 3. L'iscrizione nel registro di cui al comma 2 è subordinata al ricorrere dei seguenti requisiti: a) forma di società per azioni, di società in accomandita per azioni, di società a responsabilità limitata o di società cooperativa; b) sede legale e amministrativa o, per i soggetti comunitari, stabile organizzazione nel territorio della Repubblica; c) oggetto sociale conforme con quanto previsto dal comma 1; d) possesso da parte di coloro che detengono il controllo e dei soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo dei requisiti di onorabilità stabiliti dalla Consob; e) possesso da parte dei soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo, di requisiti di professionalità stabiliti dalla Consob. 4. I soggetti iscritti nel registro di cui al comma 2 non possono detenere somme di denaro o strumenti finanziari di pertinenza di terzi. 5. La Consob determina, con regolamento, i principi e i criteri relativi: a) alla formazione del registro e alle relative forme di pubblicità; b) alle even-

Ed accanto a questo si pone l'art. 4 del d.l. n. 3/2015, che dispone l'applicazione dell'art. 26 del decreto crescita *bis* anche alle PMI innovative. Sono inoltre indicate quali modifiche dovranno essere apportate al T.U.F. (Testo Unico della Finanza, d.lgs. n. 58/98)⁶⁷. E con tali misure il legislatore introduce

tuali ulteriori condizioni per l'iscrizione nel registro, alle cause di sospensione, radiazione e riammissione e alle misure applicabili nei confronti degli iscritti nel registro; c) alle eventuali ulteriori cause di incompatibilità; d) alle regole di condotta che i gestori di portali devono rispettare nel rapporto con gli investitori, prevedendo un regime semplificato per i clienti professionali. 6. *La Consob esercita la vigilanza sui gestori di portali per verificare l'osservanza delle disposizioni di cui al presente articolo e della relativa disciplina di attuazione. A questo fine la Consob può chiedere la comunicazione di dati e di notizie e la trasmissione di atti e di documenti, fissando i relativi termini, nonché effettuare ispezioni. [...]*». Dopo l'articolo 100-bis, del decreto legislativo n. 58 del 24 febbraio 1998, è inserito il seguente: «Art. 100-ter. (Offerte attraverso portali per la raccolta di capitali). - 1. *Le offerte al pubblico condotte esclusivamente attraverso uno o più portali per la raccolta di capitali possono avere ad oggetto soltanto la sottoscrizione di strumenti finanziari emessi dalle start-up innovative e devono avere un corrispettivo totale inferiore a quello determinato dalla Consob ai sensi dell'articolo 100, comma 1, lettera c).* 2. La Consob determina la disciplina applicabile alle offerte di cui al comma precedente, al fine di assicurare la sottoscrizione da parte di investitori professionali o particolari categorie di investitori dalla stessa individuate di una quota degli strumenti finanziari offerti, quando l'offerta non sia riservata esclusivamente a clienti professionali, e di tutelare gli investitori diversi dai clienti professionali nel caso in cui i soci di controllo della start-up innovativa cedano le proprie partecipazioni a terzi successivamente all'offerta.». [...] *La Consob detta le disposizioni attuative del presente articolo entro 90 giorni dalla data di entrata in vigore della legge di conversione del presente decreto [...]*” (enfasi aggiunta).

⁶⁷ Si tratta del d.lgs. n. 58 del 24 febbraio 1998, pubblicato in *Gazzetta Ufficiale* n.71 del 26 marzo 1998, *Supplemento Ordinario* n. 52.

L'articolo in esame così statuisce: “Al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazioni finanziarie di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, sono apportate le seguenti modificazioni: a) alla rubrica del capo III *quater*, del titolo III, della Parte II, dopo le parole: ‘start-up innovative’ sono inserite le seguenti: ‘e le PMI innovative’; b) all'articolo 50 *quinquies*: 1) alla rubrica, dopo le parole: ‘start-up innovative’ sono inserite le seguenti: ‘e PMI innovative’; 2) al comma 1, dopo le parole: ‘start-up innovative’ sono inserite le seguenti: ‘, per le PMI innovative, per gli organismi di investimento collettivo del risparmio e per le società di capitali che investono prevalentemente in start-up innovative e in PMI innovative’; 3) al comma 2, dopo le parole: ‘start-up innovative’ sono inserite le seguenti: ‘, per le PMI innovative, per gli organismi di investimento collettivo del risparmio e per le società di capitali che investono prevalentemente in start-up innovative e in PMI innovative’; c) all'articolo 100 *ter*, comma 1, dopo le parole: ‘start-up innovative’ sono aggiunte le seguenti: ‘, dalle PMI innovative, dagli organi-

un'ulteriore discrasia, una rottura che si affianca a quella in materia di categorie di quote e che finisce con l'accentuare la "spersonalizzazione" del tipo s.r.l., la cui particolare struttura avrebbe impedito l'incorporazione delle partecipazioni sociali in quote equiparabili a titoli di credito.

Il legislatore ha quindi scelto non di introdurre un testo normativo distinto e nuovo, ma di operare una serie di integrazioni nel T.U.F. stesso, essendone la disciplina - normalmente limitata alle società quotate - estesa anche alle start up e PMI innovative sotto alcuni aspetti. Gli articoli che risultano per tale via modificati sono tre.

Il primo è l'art. 1 del T.U.F., al quale risulta aggiunto il comma 5 *novies*⁶⁸, dedicato alle caratteristiche del portale di raccolta del capitale di rischio. Nella disposizione si precisa che la finalità esclusiva di tale soggetto deve essere la facilitazione nell'attività di raccolta per le società. Ma non sussistono ostacoli legislativi a che il gestore del portale ne controlli più di uno, di cui solo alcuni rientranti nella definizione dell'art. 1 comma 5 *novies* del T.U.F. e non trovando applicazione per gli altri la nuova disciplina⁶⁹.

smi di investimento collettivo del risparmio o altre società di capitali che investono prevalentemente in start-up innovative e in PMI innovative' ”.

⁶⁸ Nel testo risultante al termine delle modifiche successive apportate si legge: “Per ‘portale per la raccolta di capitali per le start-up innovative e per le PMI innovative’ si intende una piattaforma *online* che abbia come finalità esclusiva la facilitazione della raccolta di capitale di rischio da parte delle start-up innovative, comprese le start-up a vocazione sociale, delle PMI innovative e degli organismi di investimento collettivo del risparmio o altre società che investono prevalentemente in start-up innovative o in PMI innovative, come individuati, rispettivamente, dalle lettere e) e f) del comma 2 dell'articolo 1 del decreto del Ministro dell'economia e delle finanze 30 gennaio 2014, pubblicato nella Gazzetta Ufficiale n. 66 del 20 marzo 2014”.

⁶⁹ Così E. FREGONARA “*Il crowdfunding: un nuovo strumento di finanziamento per le start up innovative*”, Relazione al V Convegno annuale dell'Associazione Italiana dei Professori Universitari di Diritto Commerciale sul tema “*L'impresa e il Diritto Commerciale: innovazione, creazione di valore, salvaguardia del valore della crisi*”, in *Orizzonti del Diritto Commerciale*, disponibile su www.orizzontideldirittocommerciale.it/media/24242/fregonara_e.pdf, 22 febbraio 2014).

È tuttavia la seconda integrazione compiuta dal legislatore, e contenuta nell'art. 50 *quinquies* del T.U.F., che si occupa della particolare figura del gestore dei portali *online*, dettando i limiti soggettivi della disciplina. La definizione normativa è chiara ⁷⁰ ed il primo segnale di apertura delle s.r.l. start up e PMI innovative proviene dalla previsione che non solo le banche e le imprese di investimento potranno ricoprire il ruolo di gestori di portali *online*. L'art 50 *quinquies* detta in materia le precise caratteristiche che le società interessate a svolgere tale attività devono possedere per poter essere iscritte nell'apposito registro tenuto dalla Consob (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa), con una particolare attenzione anche ai requisiti di onorabilità e professionalità ⁷¹.

La disciplina del *crowdfunding* si apre così non solo ai c.d. “gestori di diritto” ⁷², ma a tutti i soggetti che siano autorizzati. A tal fine è stabilita anche la tenuta di un doppio registro da parte della Consob, per distinguere le due categorie di intermediari finanziari, con una sezione speciale per i gestori di diritto. Ma è al contempo previsto un forte limite all'attività dei nuovi gestori non istituzionali, stabilendo il quarto comma dell'articolo in esame che “i soggetti iscritti nel registro di cui al comma 2 non possono detenere somme di denaro o strumenti finanziari di pertinenza di terzi” (art 50 *quinquies*, T.U.F.). Quindi in tali ipotesi i gestori dovrebbero stipulare appositi contratti con SIM e banche al fine di trattare tali operazioni, sottoponendosi ad un controllo circa la loro trasparenza ed esperienza. La disciplina specifica viene approfondita nel regolamento della Consob, delibera n. 18592/2013, al quale lo stesso articolo rinvia per i dettagli attuativi e

⁷⁰ Il primo comma dell'art. 50 *quinquies* del d.lgs. n. 58/1998 infatti recita: “È gestore di portali il soggetto che esercita professionalmente il servizio di gestione di portali per la raccolta di capitali per le start-up innovative, per le PMI innovative, per gli organismi di investimento collettivo del risparmio e per le società di capitali che investono prevalentemente in start-up innovative e in PMI innovative ed è iscritto nel registro di cui al comma 2”.

⁷¹ Al riguardo si osserva che viene riproposto il modello etico e comportamentale proprio degli istituti bancari, dovuto alla necessità di garantire l'affidabilità di tali soggetti. Si rimanda ad A. TROISI “*Crowdfunding e mercato creditizio: profili regolamentari*”, op. cit.

⁷² Utilizzando l'espressione di E. FREGONARA “*Il crowdfunding: un nuovo strumento di finanziamento per le start up innovative*”, op. cit.

che verrà analizzato più avanti in questo paragrafo. Infine l'art. 50 *quinquies* affida all'autorità indipendente compiti e poteri di vigilanza, oltre che l'applicazione delle sanzioni ⁷³ in caso di violazioni.

Se l'art. 50 *quinquies* del T.U.F. è dedicato ai limiti soggettivi della disciplina, l'art. 100 *ter* affronta quelli oggettivi ⁷⁴. Il primo comma si preoccupa infatti di circoscrivere l'applicazione della disciplina in esame ai soli “strumenti finanziari emessi dalle start-up innovative, dalle PMI innovative, dagli organismi di investimento collettivo del risparmio o altre società di capitali che investono prevalentemente in start-up innovative e in PMI innovative e devono avere un corrispettivo totale inferiore a quello determinato dalla Consob ai sensi dell'articolo 100, comma 1, lettera c)” ⁷⁵. L'articolo in questione interviene inoltre sulla disciplina applicabile alle s.r.l. start up e PMI innovative nel caso in cui decidano di ricorrere alla figura degli intermediari abilitati. Tali soggetti acquisteranno le quote in nome proprio ma per conto di terzi, comunicando la loro qualifica di soci per conto terzi al Registro delle imprese entro trenta giorni dall'acquisto. Per le successive alienazioni da parte di tali intermediari sarà invece sufficiente l'annotazione presso il registro da loro tenuto, così garantendo una più agile e snella disciplina. Non sarà infine necessario alcun contratto scritto ed ogni condizione dell'offerta dovrà essere specificamente indicata nel portale *online*.

⁷³ La Consob può al riguardo ricorrere tanto a sanzioni pecuniarie (fino ad un massimo di 25.000 euro) quanto amministrativo-sospensive (fino ad un massimo di quattro mesi e, per i casi più gravi, può ordinare la radiazione del gestore dal registro).

⁷⁴ Così anche I. CAPELLI “*L'equity based crowdfunding e i diritti del socio*”, Relazione al V Convegno annuale dell'Associazione Italiana dei Professori Universitari di Diritto Commerciale sul tema “*L'impresa e il Diritto Commerciale: innovazione, creazione di valore, salvaguardia del valore della crisi*”, in *Orizzonti del Diritto Commerciale*, disponibile sul sito *internet* www.orizzontideldirittocommerciale.it/media/24090/capelli_i.pdf, 22 febbraio 2014.

⁷⁵ Primo comma, art 100 *ter* del T.U.F.

Per colmare ed attuare le previsioni legislative sul punto, la Consob è intervenuta con un regolamento, delibera n. 18592/2013⁷⁶, successivamente soggetto a revisione (una prima consultazione si è conclusa a gennaio 2016). Le modifiche sono state apportate con la delibera n. 19520/2016, il cui intento era semplificare la procedura dell'offerta tramite portali *online*. Le ultime disposizioni della delibera sono quelle di maggior interesse ai fini della trattazione oggetto di questo elaborato, essendo i primi articoli dedicati invece alla figura dei gestori dei portali *online*, all'istituzione del registro degli intermediari autorizzati e ai requisiti di professionalità ed onorabilità.

L'art. 24 della delibera n. 18592 è stato in particolare sottoposto ad una penetrante modifica con la revisione di inizio 2016. Nel testo originale⁷⁷ era posto un vincolo limitativo al ricorso all'*equity-based crowdfunding*, richiedendosi che ben il 5% delle quote o strumenti finanziari fosse sottoscritto da un investitore professionale. La norma era presumibilmente dettata a fini cautelativi, confidando l'Autorità indipendente nella maggiore esperienza degli investitori professionali ed essendo quindi convinta che la loro presenza fosse indice di investimento

⁷⁶ Delibera n. 18592 del 26 giugno 2013, pubblicata in *Gazzetta Ufficiale* n. 162 del 12 luglio 2013. Modificata con delibera n. 19520 del 24 febbraio 2016, pubblicata in *Gazzetta Ufficiale* n. 53 del 4 marzo 2016.

⁷⁷ Nella formulazione del 2013, l'art. 24 della delibera Consob n. 18592/2013 così recitava: "Ai fini dell'ammissione dell'offerta sul portale, il gestore verifica che lo statuto o l'atto costitutivo dell'emittente preveda: a) il diritto di recesso dalla società ovvero il diritto di cessione delle proprie partecipazioni nonché le relative modalità e condizioni di esercizio nel caso in cui i soci di controllo, successivamente all'offerta, trasferiscano il controllo a terzi, in favore degli investitori diversi dagli investitori professionali o dalle altre categorie di investitori indicate al comma 2 che abbiano acquistato o sottoscritto strumenti finanziari offerti tramite portale. Tali diritti sono riconosciuti per il periodo in cui sussistono i requisiti previsti dall'articolo 25, commi 2 e 4, del decreto e comunque per almeno tre anni dalla conclusione dell'offerta; b) la comunicazione alla società nonché la pubblicazione dei patti parasociali nel sito internet dell'emittente. Ai fini del perfezionamento dell'offerta sul portale, il gestore verifica che una quota almeno pari al 5% degli strumenti finanziari offerti sia stata sottoscritta da investitori professionali o da fondazioni bancarie o da incubatori di start-up innovative previsto all'articolo 25, comma 5, del decreto."

relativamente sicuro e di clausole di tutela⁷⁸. Si tratta comunque di clausole che devono essere previste sulla base del primo comma della disposizione in esame, la quale impone il riconoscimento al sottoscrittore del diritto di recesso (non escludibile dalla società) e la presenza del c.d. *tag-along* (il diritto di co-vendita). La prima, che si esplica nella possibilità di annullare senza oneri l'ordine entro sette giorni dalla sua effettuazione, tutela l'investitore ed ogni suo ripensamento. Invece la seconda vuole evitare che il soggetto si trovi a dover condividere la società con una compagine del tutto mutata, imponendo in determinati casi che gli altri soci uscenti garantiscano la vendita (diversamente articolata) delle partecipazioni sociali dell'investitore. La disposizione risultava però profondamente frenante nello sviluppo dell'istituto in esame, a fronte di una percentuale di investitori professionali difficile da raggiungere.

La delibera n. 19520/2016 è stata un'occasione per alleggerire la disciplina⁷⁹, introducendo la possibilità che la sottoscrizione del 5% delle azioni avvenga

⁷⁸ Così E. FREGONARA *“Il crowdfunding: un nuovo strumento di finanziamento per le start up innovative”*, op. cit.; A. TROISI *“Crowdfunding e mercato creditizio: profili regolamentari”*, op. cit.; e I. CAPELLI *“L’equity based crowdfunding e i diritti del socio”*, op. cit.. Quest’ultima Autrice distingue in particolare tra la tutela indiretta dell’investitore (attuata con l’obbligo di sottoscrizione per il 5% delle quote da parte dei soli investitori professionali) e tutela diretta (realizzata mediante la previsione di recesso dall’ordine di adesione entro sette giorni senza oneri aggiuntivi).

Si ricorda comunque che il regolamento Consob prevede all’art. 17: “Le banche e le imprese di investimento che ricevono gli ordini operano nei confronti degli investitori nel rispetto delle disposizioni applicabili contenute nella Parte II del Testo Unico e nella relativa disciplina di attuazione, qualora ricorrano le seguenti condizioni: a) gli ordini siano impartiti da investitori-persone fisiche e il relativo controvalore sia superiore a cinquecento euro per singolo ordine e a mille euro considerando gli ordini complessivi annuali; b) gli ordini siano impartiti da investitori-persone giuridiche e il relativo controvalore sia superiore a cinquemila euro per singolo ordine e a diecimila euro considerando gli ordini complessivi annuali.”. Si introducono così due esenzioni (per ordini da persone fisiche e giuridiche, sulla base di soglie per operazione e annuali) per le banche e le imprese di investimento quando gli ordini siano di ammontare inferiore a quello previsto.

⁷⁹ Salvo piccole modifiche apportate al primo comma dell’art. 24 del regolamento Consob, particolarmente significativa è l’intera riscrittura del secondo e l’introduzione di un nuovo comma: “Ai fini del perfezionamento dell’offerta sul portale, il gestore verifica che una quota

da parte dei c.d. “investitori a supporto dell’innovazione”. Si tratta di una nuova figura, delineata sulla base di due requisiti alternativi: avere effettuato almeno tre investimenti in start up o PMI innovative negli ultimi due anni o esserne stati amministratori esecutivi per almeno un anno (con la precisazione che tale carica non deve essere stata ricoperta nella medesima società offerente). La previsione è coerente con l’originario intento della regolamentazione Consob, poiché anche con questi nuovi particolari soggetti si vuole lanciare il messaggio per i piccoli risparmiatori che quell’investimento è ritenuto affidabile dal mercato. Si tratta in-

almeno pari al 5% degli strumenti finanziari offerti sia stata sottoscritta da investitori professionali o da fondazioni bancarie o da incubatori di start-up innovative previsti all’articolo 25, comma 5, del decreto *o da investitori a supporto dell’innovazione aventi un valore del portafoglio di strumenti finanziari, inclusi i depositi in contante, superiore a cinquecento mila euro, in possesso dei requisiti di onorabilità previsti dall’articolo 8, comma 1 e di almeno uno dei seguenti requisiti: i) aver effettuato, nell’ultimo biennio, almeno tre investimenti nel capitale sociale o a titolo di finanziamento soci in start-up innovative o PMI innovative, ciascuno dei quali per un importo almeno pari a quindici mila euro; ii) aver ricoperto, per almeno dodici mesi, la carica di amministratore esecutivo in una start-up innovativa o PMI innovativa, diversa dalla società offerente. Ai fini del comma 2, il cliente professionale su richiesta trasmette al gestore un’attestazione rilasciata dall’intermediario di cui è cliente, dalla quale risulta la classificazione quale cliente professionale. Ai fini dell’accertamento della qualità di investitore a supporto dell’innovazione, il soggetto interessato presenta al gestore: una o più dichiarazioni rilasciate da banche o imprese di investimento da cui risulta che il valore del portafoglio di strumenti finanziari, inclusi i depositi in contante, è superiore a cinquecento mila euro; le certificazioni attestanti l’insussistenza di una delle situazioni di cui all’articolo 8, comma 1 ovvero, ove i gestori lo consentano, la dichiarazione sostitutiva di atto notorio/certificazione resa ai sensi degli articoli 46 e 47 del decreto del Presidente della Repubblica 28 dicembre 2000, n. 445; le visure camerali attestanti le cariche di amministratore di start-up innovativa o PMI innovative ricoperte e le relative deleghe; per ciascuna operazione, la certificazione della start-up o PMI innovativa che attesti gli investimenti effettuati nell’ultimo biennio.” (enfasi aggiunta).*

Si nota comunque che in origine i partecipanti alla Consultazione Consob di gennaio 2016 avevano chiesto di ridurre la soglia obbligatoria di sottoscrizione al 2,5%, valore considerato dall’Autorità troppo basso e rischioso per essere simbolo di garanzia degli investimenti (per un completo esame delle risultanze della Consultazioni si rinvia a CONSOB, “*Revisione del Regolamento n. 18592 del 26 giugno 2013 sulla raccolta di capitali di rischio da parte di start-up innovative tramite portali on-line. Documento ‘Esiti della Consultazione’*” del 25 febbraio 2015, http://www.consob.it/documents/46180/46181/esiti_crwd_20151203.pdf/8a6b5227-4452-4594-b539-6abb5374b8df).

fatti di investitori che conoscono o i rischi connessi a tali apporti di capitale (perché li hanno già praticati con una certa frequenza) o il modo in cui una società innovativa funziona e i pericoli in essa insiti (perché la hanno amministrata).

In conclusione, con l'introduzione dell'*equity-based crowdfunding* le imprese italiane in esame possono offrire i loro strumenti finanziari (ed anche le loro quote) su un portale *online*, il cui gestore non dovrà necessariamente essere un intermediario istituzionale. Qui chiunque vi abbia interesse potrà accedere e finanziare la società acquistandone le partecipazioni sociali, che potranno oggi essere rappresentate da categorie variamente caratterizzate. Lo strumento così delineato, che l'Italia ha introdotto prima di tutti gli altri Paesi del Mondo, seguita in brevissimo tempo dagli Stati Uniti e dal resto d'Europa, non ha dato tuttavia buona prova di sé. Dal 2013 ad oggi sono pochi gli intermediari autorizzati iscritti nel registro Consob (meno di venti)⁸⁰ e ancora meno sono le operazioni di *crowdfunding* effettivamente concluse (quattro nei primi due anni)⁸¹.

A fronte del tentativo legislativo di favorire una disintermediazione bancaria con l'avvento dei nuovi gestori non istituzionali e favorendo il contatto diretto tra imprenditore e risparmiatore, il *crowdfunding* doveva costituire “un canale alternativo di promozione delle proprie iniziative direttamente nei confronti dei risparmiatori, riducendo i costi di intermediazione a fronte di una maggiore re-

⁸⁰ Il 3 marzo 2016 risultano iscritti nella sezione ordinaria del registro tenuto dalla Consob solo 18 gestori autorizzati (le generalità di questo ristretto gruppo di soggetti sono reperibili e liberamente consultabili nell'apposito spazio sul sito dell'Autorità, all'indirizzo http://www.consob.it/main/documenti/intermediari/portali/gestori_portali.xml?xsl=gest_ord.xsl&%3bsymbblink=/main/intermediari/cf_gestori/link_sezione_ordinaria.html). Non considerando le banche e gli intermediari finanziari, che del resto già svolgevano un simile ruolo e non hanno visto modificata la propria attività dalla normativa, si osserva come i risultati siano esigui, essendo in 3 anni operanti così pochi gestori diversi da quelli c.d. “di diritto”.

⁸¹ Il dato risale a marzo 2015. Nella relazione rilasciata dalla Consob si segnalano diciotto operazioni tentate, sette delle quali senza successo, quattro con successo e sette in attesa di concludersi. Per un approfondimento si confronti R. DE LUCA “*Il crowdfunding: quadro normativo, aspetti operativi e opportunità. Documento del 31 Luglio 2015*”, disponibile sul sito <http://www.fondazioneNazionaleCommercialisti.it/node/846>.

sponsabilizzazione nelle scelte di investimento”⁸². Ma l’attaccamento della tradizione culturale italiana alla proprietà imprenditoriale e la scarsa propensione alla frammentazione della stessa ha condotto al fallimento di tale normativa, ponendo oggi solo auspicare che la revisione Consob sia in grado di favorirne una rinascita.

2.3 IL PROBLEMA DELL’ILLIQUIDITÀ: STOCK OPTION E WORK FOR EQUITY

Con il decreto crescita *bis* e l’*investment compact* il legislatore italiano si è proposto l’ambizioso obiettivo di fornire alle start up e PMI innovative strumenti capaci di arginare gli effetti negativi della crisi economica e risolvere i principali problemi delle società italiane. Ravvisando dunque nella costante sotto-capitalizzazione⁸³ una delle più serie e sentite criticità, come si è già osservato in precedenza, la normativa ha introdotto alcune disposizioni per facilitare le società che non abbiano grandi capacità liquide. Oltre a riformare l’intera disciplina del lavoro, con la previsione di maggiori rinnovi nei contratti a tempo della s.r.l. start up, sono stati introdotti due particolari strumenti tipici della s.p.a. e non sempre ben visti dalla dottrina più critica: le *stock options* e il *work for equity*.

A tal fine sono stati introdotti il sesto e settimo comma dell’art. 26 del d.l. n. 179/2012:

⁸² E. FREGONARA “*Il crowdfunding: un nuovo strumento di finanziamento per le start up innovative*”, op. cit, pag. 7.

⁸³ Sul punto si riporta tra gli altri S. GUIDANTONI “*Start up innovative: esigenze per la crescita*”, op. cit., che sottolineando l’importanza del *work for equity* osserva come paradossalmente si tratti dello “strumento, forse quello passato più in sordina, meno compreso nel suo effetto. [...] Il circuito [...] si radicalizzava nel punto dell’assenza di finanza necessaria per acquisire le competenze utili al salto dell’impresa. Con lo scambio di lavoro per partecipazione all’*equity*, si cerca di ottenere lo stesso risultato che si avrebbe con la finanza disponibile, ma permanendo in uno **stato di scarsenza di denaro.**” (pag. 8).

E si esprime analogamente M. CIAN “*Le start-up innovative a responsabilità limitata: partecipazioni, altri rapporti partecipativi e nuovi confini del tipo*”, op. cit.

“Nelle start-up innovative costituite in forma di società a responsabilità limitata, il divieto di operazioni sulle proprie partecipazioni stabilito dall’articolo 2474⁸⁴ del codice civile non trova applicazione 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.

L’atto costitutivo delle società di cui all’articolo 25, comma 2, e degli incubatori certificati di cui all’articolo 25 comma 5 può altresì prevedere, a seguito dell’apporto da parte dei soci o di terzi anche di opera o servizi, l’emissione di strumenti finanziari forniti di diritti patrimoniali o anche di diritti amministrativi, escluso il voto nelle decisioni dei soci ai sensi degli articoli 2479 e 2479 *bis* del codice civile.”.

Vale la pena ricordare che tali strumenti sono soggetti ad un regime fiscale altamente agevolativo per favorirne una maggiore diffusione⁸⁵. La stessa disci-

⁸⁴ Si ricorda che l’art. 2474 cod. civ. sancisce il divieto di operazione su quote proprie per la s.r.l. (e si veda *supra* cap. I, par. 2.3). Ed è proprio il richiamo a tale articolo e, nel comma successivo, agli artt. 2479 e 2479 *bis* a convincere la dottrina che la norma si applichi alle sole s.r.l., senza ampliamenti per le s.p.a. delle previsioni già contenute nella disciplina ordinaria (si veda M. CIAN “*Le start-up innovative a responsabilità limitata: partecipazioni, altri rapporti partecipativi e nuovi confini del tipo*”, op. cit., pagg. 1192 e ss).

⁸⁵ Sul punto l’art. 27 del decreto in esame prevede per il reddito da lavoro costituito da questi strumenti l’esenzione dal calcolo del reddito imponibile, qualora sia rispettato il divieto di cessione delle quote o strumenti finanziari alla società. (“Il reddito di lavoro derivante dall’assegnazione, da parte delle start-up innovative di cui all’articolo 25, comma 2, e degli incubatori certificati di cui all’articolo 25, comma 5, ai propri amministratori, dipendenti o collaboratori continuativi di strumenti finanziari o di ogni altro diritto o incentivo che preveda l’attribuzione di strumenti finanziari o diritti similari, nonché dall’esercizio di diritti di opzione attribuiti per l’acquisto di tali strumenti finanziari, non concorre alla formazione del reddito imponibile dei suddetti soggetti, sia ai fini fiscali, sia ai fini contributivi, a condizione che tali strumenti finanziari o diritti non siano riacquistati dalla start-up innovativa o dall’incubatore certificato, dalla società emittente o da qualsiasi soggetto che direttamente controlla o è controllato dalla start-up innovativa o dall’incubatore certificato, ovvero è controllato dallo stesso soggetto che controlla la start-up innovativa o l’incubatore certificato. Qualora gli strumenti finanziari o i diritti siano ceduti in contrasto con tale disposizione, il reddito di lavoro che non ha previamente concorso alla formazione del reddito imponibile dei suddetti soggetti è assoggetta-

plina trova inoltre applicazione in ambito di PMI innovative per il rinvio integrale agli artt. 26 e 27 del decreto crescita *bis*, contenuto nell'art. 4 del d.l. n. 3/2015 (per il cui testo si rinvia *supra*, cap. II, par. 2, nota 29). Con l'introduzione di tale norma si apporta un'ulteriore deroga ai principi della s.r.l. La s.r.l. start up o PMI innovativa potrà infatti acquistare quote proprie, purché siano utilizzate a soli fini remunerativi di dipendenti, amministratori e prestatori d'opera in generale. Dobbiamo quindi mettere a fuoco la distinzione tra i due strumenti che la norma ammette nel nostro ordinamento.

Il primo, le *stock options*, attengono a quelli che sono i piani di remunerazione, già in uso nelle s.p.a. La loro caratteristica risiede nella composizione della remunerazione dell'amministratore ovvero del dipendente: a fronte di una parte fissa pagata in denaro, la restante retribuzione viene corrisposta sotto forma di strumenti finanziari o quote. La finalità principale di tali strumenti è quella di incentivare un maggior impegno lavorativo del soggetto, che vedrà parte della propria remunerazione proporzionata agli utili sociali ed avrà così interesse che il profitto della società sia elevato. Gli strumenti in esame possono presentarsi in vario modo e sotto diverse forme nella realtà applicativa. Il caso classico di *stock options* consiste nell'attribuzione di un diritto d'opzione, per cui il dipendente o amministratore si vede riconosciuta la possibilità di sottoscrivere quote future ad un prezzo determinato. In questa ipotesi il meccanismo di incentivazione opera in modo elementare: il soggetto avrà interesse a che le quote future abbiano un valore superiore al prezzo di acquisto precedentemente concordato, dato che tanto superiore è il suo guadagno quanto maggiore sarà la differenza tra le due somme. Vi sono poi le c.d. *restricted stock units*, le quali consistono invece nell'attribuzione di quote la cui proprietà diviene effettiva dopo un certo periodo di tempo e a condizione che il soggetto sia ancora dipendente o amministratore della società. In questo secondo caso l'interesse della compagine societaria risulta essere anche quello di garantire un rapporto stabile del soggetto con l'ente.

to a tassazione nel periodo d'imposta in cui avviene la cessione [...]” così l'art. 27, primo comma, d.l. n. 179/2012).

Comunque le start up o PMI innovative possono elaborare numerose altre varianti, non ancorate a rigidi modelli tipizzati - né dal legislatore, né dalla prassi - e prevedendo l'art. 26 del d.l. n. 179/2012 (e l'art. 4 del d.l. n. 3/2015) la generalizzata emissione di strumenti finanziari. Questi ultimi non corrispondono *in toto* a partecipazioni sociali.

Nel caso di loro utilizzo, l'atto costitutivo dovrà dettare la specifica disciplina degli strumenti in esame, come si ricava dall'art. 2346 cod. civ.⁸⁶. Gli strumenti finanziari non possono in alcun modo attribuire diritto di voto, chiaramente vietato⁸⁷.

⁸⁶ La disposizione si rinviene in materia di s.p.a., ma deve ritenersi genericamente riferibile alla figura degli strumenti finanziari, per i quali sancisce al sesto comma: “Resta salva la possibilità che la società, a seguito dell’apporto da parte dei soci o di terzi anche di opera o servizi, emetta strumenti finanziari forniti di diritti patrimoniali o anche di diritti amministrativi, escluso il voto nell’assemblea generale degli azionisti. In tal caso lo statuto ne disciplina le modalità e condizioni di emissione, i diritti che conferiscono, le sanzioni in caso di inadempimento delle prestazioni e, se ammessa, la legge di circolazione.” (art. 2346 cod. civ.). Si evidenzia come la prima parte del comma in questione sia interamente ripresa nel d.l. n. 179/2012.

Si esprime a favore dell’intervento dell’autonomia statutaria per disciplinarne il funzionamento anche A. BOLLETTINARI “*Le novità previste dal D.L. 372015: l’introduzione delle ‘piccole e medie imprese innovative’ e la modifica della disciplina della startup innovativa*”, op. cit., il quale muove dalla stessa *Relazione Illustrativa al decreto crescita bis*.

⁸⁷ Avanza alcuni dubbi sulla previsione in esame M. CIAN “*Le start-up innovative a responsabilità limitata: partecipazioni, altri rapporti partecipativi e nuovi confini del tipo*”, op. cit. Infatti, l’Autore si interroga sulla possibilità di applicare anche agli strumenti finanziari delle s.r.l. start up o PMI innovative l’ultimo comma dell’art. 2351 cod. civ., dettato per le s.p.a., che ammetterebbe diritti di *voice* diversi dal semplice voto in assemblea (“Gli strumenti finanziari di cui agli articoli 2346, sesto comma, e 2349, secondo comma, possono essere dotati del diritto di voto su argomenti specificamente indicati e in particolare può essere ad essi riservata, secondo modalità stabilite dallo statuto, la nomina di un componente indipendente del consiglio di amministrazione o del consiglio di sorveglianza o di un sindaco. Alle persone così nominate si applicano le medesime norme previste per gli altri componenti dell’organo cui partecipano.” art. 2351, ult. comma, cod. civ.). Si comprende che le conseguenze sarebbero paradossali ed inaccettabili nel caso di amministrazione disgiuntiva o di amministratore unico (ipotesi entrambe ammesse e non infrequenti nelle s.r.l.). Se da un lato il mancato richiamo si potrebbe intendere come un divieto generale di attribuzione del diritto di voto in tutte le sue molteplici declinazioni, dall’altro - usando le stesse parole di Cian - “il sistema delle s.r.l. si è altresì aperto [...] sì che la difesa, per la s.r.l. innovativa, di un modello esclusivamente socio-centrico rischierebbe

Diversamente dalle *stock options*, finalizzate principalmente alla remunerazione dei diversi soggetti costituenti una società (quali *in primis* dipendenti ed amministratori), il *work for equity* è un meccanismo utilizzato nei confronti dei soggetti esterni, come prestatori d'opera, fornitori e - in taluni casi - gli stessi soci che si trovino ad erogare un servizio all'ente. Anche con questo strumento si possono attribuire direttamente quote o strumenti finanziari partecipativi⁸⁸ ai diversi soggetti con cui l'ente interagisce. Come previsto dal legislatore, anche tali strumenti finanziari non costituiscono parte del capitale sociale e non possono attribuire alcun diritto di voto, che rimane appannaggio esclusivo dei soci.

L'ammissibilità di questi strumenti particolari nella s.r.l. start up e PMI innovativa era tesa a favorirne una maggiore diffusione, che avrebbe dovuto sopprimere al problema di sotto-capitalizzazione della società. Non sarebbe, in altre parole, più necessario pagare il fornitore in denaro, ma si potrebbe ricorrere, previo accordo con il creditore stesso, all'attribuzione di strumenti finanziari che gli garantiscano una parte degli utili futuri⁸⁹. Non sarebbe così più rilevante la quantità

in definitiva di tradursi in un arroccamento su posizioni interpretative ormai da considerare desuete" (op. cit., pag. 1194).

Si pronuncia nettamente a favore di un'estensione analogica L. SALVATORE "*Le start up innovative tra dato normativo e prassi contrattuale*", op. cit., sulla base di un avvicinamento tra s.r.l. start up o PMI innovativa e s.p.a. con l'introduzione di tale previsioni.

Sono ancora più favorevoli ad un'applicazione analogica della disciplina delle s.p.a. alle s.r.l. in esame M. MALTONI e P. SPADA "*L'impresa start up innovativa costituita in società a responsabilità limitata*", op. cit., i quali sostengono anche una somiglianza tra gli strumenti finanziari e i titoli obbligazionari, arrivando a prevedere l'estensione dei limiti di questi ultimi alle nuove misure dell'art. 26 del decreto crescita *bis*.

⁸⁸ Si può ricordare l'opinione di M. PRISCO "*Le Stock Option ed il Work For Equity nelle start up innovative*", in *Businessjus*, disponibile sul sito www.businessjus.com/wp-content/uploads/2014/05/Stock-Option-and-Work-for-Equity-vs-1BJ.pdf, 19 giugno 2014. L'analisi dell'Autrice è interessante nella considerazione che in caso di *work for equity* non sarebbe possibile ricorrere all'attribuzione del diritto d'opzione per l'acquisto futuro di quote o strumenti (con un meccanismo analogo alla forma classica di *stock options*), potendosi configurare solo il caso di attribuzione diretta, intesa quale remunerazione del servizio reso.

⁸⁹ Lo strumento dovrebbe essere incentivato e trovare una buona accoglienza nella prassi secondo S. GUIDANTONI "*Start up innovative: esigenze per la crescita*", op. cit., che osserva

effettiva di capitale nella disponibilità della società per retribuire prestatori d'opera, dipendenti e amministratori, ma la sua capacità di generare utili. La previsione acquista un ruolo ancora più centrale considerando che il capitale minimo richiesto per costituire una s.r.l. è oggi divenuto del tutto esiguo, come si è analizzato precedentemente in questo elaborato. Si tratta di una fattispecie assistita comunque da una serie di cautele tese ad evitarne un uso distorsivo, particolarmente in materia di retribuzione per dipendenti, dove è prevista come obbligatoria una parte fissa in denaro.

La disciplina delle *stock options* e *work for equity* viene così estesa dalla s.p.a. anche alla s.r.l. start up o PMI innovative, con un'ulteriore forte "spersonalizzazione" della stessa perpetrata dai d.l. n. 179/2012 e n. 3/2015. La conseguenza è resa ancora più acuta dall'osservazione che gli strumenti già emessi dalle start up rimarranno validi anche al termine del periodo derogatorio di cinque anni, potendo quindi continuare ad esistere per tutta la durata della vita societaria.

All'inizio del secolo nella s.r.l. la persona del socio doveva rivestire un ruolo centrale, essendo delineata nella riforma del d.lgs. n. 6/2003 come tipo più vicino alle società di persona. Tuttavia con gli interventi degli ultimi anni il legislatore ha rimodellato la disciplina delle start up e PMI innovative, permettendo a queste società l'accesso a tutte le più vantaggiose previsioni delle s.p.a., senza essersi apparentemente soffermato sulle conseguenze che queste possono avere nell'ambito di un regime altamente autonomo quale quello della s.r.l. La presenza di vantaggi senza limiti propri della più rigidamente disciplinata s.p.a. rischia di creare forti disequilibri nel tipo s.r.l., con un effetto *boomerang* di disincentivazione all'uso dello strumento stesso.

come "[...] lo scambio è equo, in quanto il neo imprenditore può rinunciare a parte del suo patrimonio se tiene conto del fatto che questo rischia fortemente di non valorizzarsi mai senza un'assistenza qualificata. Il professionista può vedere nella *start up* una possibile importante azienda, in grado, nel futuro, di dare gratificazioni professionali ed economiche. Questo inedito connubio tra professionisti e imprenditori, sempre vissuti vicini, ma su piani diversi, può essere la svolta economica per il sistema produttivo." (pag. 9).

La categorizzazione delle quote, la loro libera circolazione sul mercato dei capitali e l'introduzione di operazioni su quote proprie hanno sradicato del tutto il modello originariamente previsto dal nostro legislatore, innescandosi e rivoluzionando un tipo societario nato per essere qualcosa di più e qualcosa di meno di una "piccola società per azioni"⁹⁰. Aperta anche questa società di capitali al mercato, standardizzate le sue partecipazioni e caduti i limiti imposti per evitare un qualsivoglia annacquamento del capitale, ci si chiede cosa rimanga delle previsioni legislative d'inizio secolo.

Si può solo constatare che se le deroghe introdotte trovassero interamente applicazione⁹¹, nelle s.r.l. start up e PMI innovative lo stretto rapporto personalistico socio-quota diverrebbe un miraggio, un pezzo di antiquariato e un inutile attaccamento alle tradizioni. D'altronde per ogni intervento legislativo è stato sacrificato parte dell'equilibrio normativo garantito dal sistema, dovendo necessariamente le maggiori concessioni viaggiare parallelamente a nuovi limiti ed imposizioni.

3. UN CONFRONTO TRA I DIFFERENTI VINCOLI IMPOSTI ALLE DUE QUALIFICHE.

Nonostante il rinvio operato dall'*investment compact* alla disciplina del decreto crescita *bis*, non tutte le deroghe delle start up troveranno applicazione alle PMI innovative e, soprattutto, le due qualifiche non condividono alcune caratteristiche e requisiti, che inevitabilmente finiscono con il contraddistinguerle.

⁹⁰ Per riprendere la stessa espressione utilizzata dal legislatore nella *Relazione Illustrativa alla Riforma del D.Lgs. 6/2003*, op. cit.

⁹¹ E si coglie l'occasione per ricordare quanto il *crowdfunding* abbia difficoltà ad imporsi nel nostro Paese, analogamente sembra lento il decollo del *work for equity* a causa dei costi economici e burocratici che questo comporta. Per un'analisi dei quali si veda A. VERNA "Work for equity, cos'è e perché è poco utilizzato dalle startup", disponibile su <http://it.startupbusiness.it/news/work-for-equity-nelle-startup-ecco-i-limiti/83226/>, 24 febbraio 2016.

L'obiettivo dell'intervento legislativo, portato avanti con il d.l. n. 3/2015 e successive modifiche, era ampliare l'ambito di applicazione delle deroghe societarie alla micro imprenditoria italiana, con stime di circa 10.000 società rientrabili nella nuova disciplina (in realtà da alcuni calcolate fino a 40.000, per i cui dati si rinvia *supra* cap. II, par. 1, nota n. 25).

L'intento era quello di spingere le imprese ad innovare, non circoscrivendo queste possibilità alle sole start up, ma in generale far sì che tutte le società potessero ricadere nei requisiti del decreto in esame. Sulla ferma convinzione, tralata dall'ordinamento statunitense ed europeo, che l'innovazione sia l'unica risposta efficiente alla crisi economica avanzante, si è cercato allora di spronare anche le imprese italiane a perseguire tale risultato. Ma se nelle start up, il cui carattere innovativo emerge da una molteplicità di stringenti requisiti, tale finalità costituisce effettivamente il centro della disciplina, al contrario diventa molto più frammentaria nelle PMI innovative. Se a tale osservazione si aggiungono la diversa durata delle deroghe e delle agevolazioni di cui godono le società, si coglie una non perfetta simmetria tra le due qualifiche. Le peculiarità delle due figure, con le loro conseguenze, criticità e ragioni, saranno oggetto dei seguenti paragrafi, per comprendere come effettivamente si articola il contenuto innovativo, e diverso, di queste società.

3.1 IL CARATTERE “INNOVATIVO”.

A fronte di un intervento teso a favorire una maggiore innovazione da parte dell'imprenditoria italiana, considerata l'unica spinta⁹² capace di trainare il no-

⁹² Questa condizione emerge dalle più importanti voci del nostro Paese. Come osservato dal Governatore della Banca d'Italia I. VISCO: “*ma è certo che occorre cambiare prospettiva e comprendere che è prioritario, da un lato, rafforzare la capacità della nostra economia di agganciare l'innovazione e il progresso tecnologico, motori fondamentali di crescita e benessere, e, dall'altro, far sì che tutti possano parteciparvi e goderne i frutti*” (così espressosi a novembre 2015, V. E. BONANNI, “*Visco ai 40 anni di Prometeia: ‘Dopo la ripresa agganciare l'innovazione per tutti’*”, 27 novembre 2015, <http://www.firstonline.info/News/2015/11/27/visco-ai-40-anni-di-prometeia-dopo-la-ripresa-agganciare-linnovazione-per-tutti->

stro Paese fuori dalla profonda crisi economica che sta vivendo, il legislatore si concentra - come già osservato - su queste due qualifiche, nelle quali rafforza in particolar modo la presenza del termine “*innovative*”. Questa scelta è indice della volontà di dare rilevanza anche sul livello testuale ad un così importante aggettivo. Ma affermare che un’impresa debba essere innovativa non è sufficiente, perché - come ogni studioso di diritto sa - ciò che rileva non è la rubrica della norma, ma il suo contenuto. *Rubrica legis non est lex*. Diventa allora necessario andare ad indagare il contenuto del termine “innovazione” e comprendere quali siano le caratteristiche che rendono una società tale, per poi analizzarne i risultati concreti e valutare se nella pratica i due nuovi decreti siano o meno riusciti nel loro intento.

Partendo dal primo testo normativo, il decreto crescita *bis*, i requisiti sostanziali sui quali si basa il carattere innovativo della società start up sono essenzialmente contenuti nelle lettere f) ed h) dell’art. 25 (per il cui testo si rinvia *supra* cap. II, par. 1). L’innovazione risiede dunque *in primis* nell’oggetto sociale, secondo il dettato della lettera f) ⁹³.

Come si è già avuto modo di accennare, la commercializzazione, sviluppo e produzione oltre ad essere legati dalla congiunzione “e” nel testo di legge, devono considerarsi tra loro cumulativi e non alternativi, almeno per quanto attiene la commercializzazione. La dottrina maggioritaria esclude infatti che possa ritenersi soddisfatto il requisito dell’innovazione, al quale il legislatore stesso afferma di puntare, laddove si permettesse di ravvisare tale caratteristica nella semplice

[/NTZjYmUyOWQtZGFIZC00YjlkLTg2ZmItOWFIMjgwOTQ2ZGMxXzIwMTUtMTEtMjdfRk9M](#)). Ed analogamente B. GANZ “*Le imprese venete scommettono sull’innovazione per la ripresa*”, in *Il Sole 24 Ore*, www.ilsole24ore.com/art/impresa-e-territori/2015-01-19/le-imprese-venete-scommettono-sull-innovazione-la-ripresa-143620.shtml?uuid=ABr8XHgC, 19 gennaio 2015.

⁹³ Si riporta qui la sola lettera di nostro interesse: “[n.d.A. La società per essere una start up] ha, quale oggetto sociale esclusivo o prevalente, *lo sviluppo, la produzione e la commercializzazione* di prodotti o servizi innovativi ad alto valore tecnologico” (lettera f) comma primo, art. 25, d.l. n. 179/2012 e successive modificazioni, enfasi aggiunta).

vendita di prodotti nuovi che siano stati tuttavia sviluppati e prodotti da altri⁹⁴. È quindi necessario che all'attività della commercializzazione si affianchi una delle altre due previste dalla norma. Si dovrebbe altrimenti accettare di cadere in una contraddizione in termini, in una *petitio principii*, per la quale sarebbe sufficiente che una società acquisti il diritto di vendere un determinato prodotto innovativo per vedersi applicate le agevolazioni societarie e fiscali previste per le start up... senza contribuire affatto allo sviluppo dell'innovazione stessa, ma limitandosi a sfruttare ciò che altri hanno innovato per essa.

Bisogna allora ritenere obbligatoriamente che il requisito della commercializzazione (e il punto si evince dal testo della disposizione stessa) debba sussistere insieme allo sviluppo o alla produzione dei beni “ad alto valore tecnologico”, potendosi solo in tal modo rinvenire un effettivo contributo innovativo. Si precisa in ogni caso che, come chiaramente espresso dalla lettera dell'articolo in esame, si tratta dell'oggetto sociale “*esclusivo o prevalente*”. Si potrebbe sicuramente configurare una start up che si cimenti anche in attività ulteriori, le quali non raggiungendo il carattere della prevalenza non intaccherebbero per nulla la relativa qualifica.

Molto più complicato - e si tratta di termini ancora oggi profondamente ambigui - è comprendere cosa si debba intendere per “prodotti o servizi innovativi ad alto valore tecnologico”, risultando tale “alto valore tecnologico” (art. 25

⁹⁴ E così si esprime senza esitazioni P. BENAZZO “*La s.r.l. Start Up innovativa*”, op. cit. Si ricorda comunque che l'assenza dei requisiti di cui al decreto crescita bis rileva ai soli fini dell'applicazione delle agevolazioni e deroghe del testo normativo, non incidendo sulla legittimità dell'atto costitutivo stesso. Di conseguenza, anche se una società nascesse con l'obiettivo di assumere la qualifica di start up, ma non rientrasse in tutti i requisiti dell'art. 25 del d.l. n. 179/2012, sarebbe in ogni caso una società valida, una ordinaria s.r.l. che non potrebbe fregiarsi della qualifica di start up.

Ciò è chiaramente ribadito tra gli altri da L. SALVATORE “*Le start up innovative tra dato normativo e prassi contrattuale*”, op. cit.; e M. MALTONI e P. SPADA “*L'impresa start up innovativa costituita in società a responsabilità limitata*”, op. cit.

del d.l. n. 179/2012) un concetto di per sé del tutto indefinito⁹⁵. La difficoltà di delineare esattamente tale categoria comporta una forte indeterminatezza dell'intero requisito richiesto dal legislatore e si traduce in un compito particolarmente gravoso per l'interprete del diritto, che non ha strumenti adeguati per valutare un tanto peculiare presupposto. Al riguardo si noti comunque che solo una parte delle start up innovative operano nel settore dei servizi informatici e dei software, i quali sono attività tipicamente considerate ad alto valore tecnologico⁹⁶.

Analizzata la prima caratteristica ed avendo cominciato a dare concreto contenuto all'aggettivo "innovative", si può procedere con l'esame della lettera h) dell'art. 25 del d.l. n. 179/2012.

Si ricorda che la disposizione richiede alla start up il possesso di almeno un requisito tra investimenti in attività di ricerca e sviluppo (per un ammontare uguale o superiore "al 15% del maggiore valore fra costo e valore totale della produzione della start-up innovativa"), impiego di dottorandi, dottori di ricerca o laureati con esperienza triennale nella ricerca (richiedendo che costituiscano almeno un terzo della forza lavoro complessiva o per due terzi nel caso possiedano la sola laurea magistrale senza aver svolto attività di ricerca) e titolarità di un di-

⁹⁵ Concordano sull'assoluta vaghezza del testo normativo e dei confini dell'"alto valore tecnologico" L. SALVATORE "*Le start up innovative tra dato normativo e prassi contrattuale*", op. cit.; e P. BENAZZO "*La s.r.l. Start Up innovativa*", op. cit., che così scrive: "Da ultimo, tuttavia, ciò che assume contorni assolutamente incerti e non facilmente definibili - soprattutto se dovesse essere affrontato e letto attraverso il prisma di un controllo di legalità in sede di stipulazione dell'atto costitutivo - è la questione di come si possa stabilire cosa siano (e debbano essere) 'prodotti o servizi innovativi ad alto valore tecnologico' e chi e come abbia ad accertare la sussistenza dei due elementi (innovatività e tecnologicità): *il sintagma, infatti, per quanto evocativo, non ha certamente un contenuto scientificamente definito; non corrisponde ad alcuna definizione normativa; contiene enormi margini di arbitrarietà.*" (pag. 113, enfasi aggiunta).

⁹⁶ Per conoscere nel dettaglio l'oggetto sociale di tutte le start up operanti in Italia si può consultare il sito *internet* http://startup.registroimprese.it/report/4_trimestre_2015.pdf. Il report considerato è il quarto semestre del 2015.

ritto di privativa industriale (alla quale viene assimilata la licenza d'uso di un'invenzione oggetto di deposito della domanda di brevetto ⁹⁷).

Con questi tre requisiti alternativi il legislatore voleva, come si è già in precedenza evidenziato, forzare le start up a svolgere attività di ricerca. Si comprende, in modo del tutto intuitivo, che tra i tre requisiti quello portatore di una maggiore carica innovativa è il terzo, garantendo - nel rispetto delle norme dell'ordinamento italiano in materia - lo sfruttamento tendenzialmente esclusivo di un'invenzione nuova, sia essa un prodotto o un processo. Tale osservazione è rafforzata considerando che l'innovazione deve essere attinente all'oggetto sociale ovvero all'attività della società (che in forza della lettera f) avrà un forte connotato innovativo). Invece per quanto attiene il requisito degli investimenti, sicuramente una tale forzatura potrebbe fruttare nel corso degli anni una maggiore propensione all'innovazione stessa, ma non sempre dall'investimento deriverà effettivamente un risultato soddisfacente. E bisogna anche considerare che una start up all'inizio del suo ciclo di vita sarà naturalmente portata ad investire in ricerca e sviluppo per perfezionare e realizzare il prodotto da essa lanciato ⁹⁸. Infine, come si è osservato (V. *supra* cap. II par. 1), la presenza di dipendenti o collaboratori altamente specializzati e propensi ad innovare dovrebbe costituire un ulte-

⁹⁷ Questa l'interpretazione sistematico-teleologica scelta dal MINISTERO DELLO SVILUPPO ECONOMICO (Parere prot. n. 218430 del 29 ottobre 2015, "*Oggetto: Start-up innovative. Requisito oggettivo relativo ai diritti su privativa industriale. Titolarità della licenza d'uso su un brevetto in corso di riconoscimento*"), che in generale nota: "Questo significa che il requisito sarebbe soddisfatto anche nel caso in cui la start up avesse presentato domanda per la registrazione del brevetto, pur non conoscendone ancora l'esito. [...] La volontà complessiva del legislatore della materia è quella di promuovere l'imprenditorialità innovativa in tutte le sue forme, e consentire lo sviluppo delle migliori idee. Il legislatore consente che anche il depositario ed il licenziatario, in quanto utilizzatori dell'opera dell'ingegno (il primo in proprio, il secondo per titolo derivativo) possano accedere al regime speciale delle start-up (e delle PMI) innovative, coesistendo le altre condizioni." (il testo integrale del parere è liberamente consultabile su http://www.sviluppoeconomico.gov.it/images/stories/normativa/licenziatario_di_deposito_29_ott_2015.pdf).

⁹⁸ E si tenga anche conto del fatto che il contenuto della nozione di spese in ricerca e sviluppo è ampliata rispetto alle previsioni dei principi contabili, essendovi ricomprese ulteriori voci, con una definizione di natura convenzionale.

riore incentivo, ma anche in questo caso non vi è certezza che effettivamente l'innovazione venga raggiunta.

Declinandone quindi diversamente l'impatto, il legislatore individua le tre caratteristiche che secondo il suo parere porteranno a spronare l'innovazione nella start up. Si nota che oggi la maggior parte delle start up italiane ha optato per il primo requisito, con 2346 società (oltre il 55% delle società registrate) che rispettano il criterio dell'investimento del 15% in ricerca, sviluppo e innovazione. Meno della metà, si tratta di 1106 start up corrispondenti a circa il 26% delle società esaminate, hanno impiegato personale qualificato ed infine un numero esiguo (solo 678 imprese) possiede un diritto di proprietà industriale⁹⁹. Quindi poco più del 16% delle start up risultanti alla fine dell'anno 2014 dichiarava il requisito che tra i tre consente il miglior e più penetrante sfruttamento dell'innovazione.

Analizzate le caratteristiche e il contenuto del carattere innovativo delle start up, dobbiamo passare alle PMI. Anche in questo caso il legislatore non rinuncia a rimarcare il valore dell'attributo. Ed ancora una volta il buon giurista deve comprendere cosa si nasconda dietro il mero termine lessicale. Le PMI innovative per essere definite tali devono possedere una serie di requisiti, alcuni diversi dalle sorelle start up.

L'art. 4 dell'*investment compact* (come modificato dalla legge di conversione) non impone all'impresa alcun vincolo in merito all'oggetto sociale. La disposizione prevista sul punto in tema di start up non viene replicata, lasciando le PMI innovative libere di scegliere l'attività sociale che più si confà alle loro attitudini. Le società in esame possono dunque eleggere la propria attività in piena autonomia, non essendo questa rilevante ai fini del riconoscimento della qualifica

⁹⁹ I dati ivi citati sono tratti dallo “*Small Business Act*”, *Le iniziative a sostegno delle micro, piccole e medie imprese adottate in Italia nel 2014 e nel primo semestre del 2015, Rapporto 2015*” della DIREZIONE GENERALE PER LA POLITICA INDUSTRIALE, LA COMPETITIVITÀ E LE PICCOLE E MEDIA IMPRESE, ALTOBELLI, CAIAZZO, CANAZZA, CORBETTA, IORIO, MARTINI, RINAUDO, SARACINO (a cura di), pag. 51, per il cui testo si rinvia all'indirizzo [internet http://www.sviluppoeconomico.gov.it/images/stories/documenti/RAPPORTO_SBA_DEFINITI_VO.pdf](http://www.sviluppoeconomico.gov.it/images/stories/documenti/RAPPORTO_SBA_DEFINITI_VO.pdf).

e dei conseguenti vantaggi. È un forte scostamento rispetto alle previsioni in tema di start up, comportando nella pratica che l'innovazione delle piccole imprese italiane venga interamente affidata al rispetto di almeno due dei requisiti elencati nella lettera e) del primo comma dell'art. 4 del d.l. n. 3/2015. Si ritrova una disciplina analoga, ma non identica a quella delle start up, comparando tra i requisiti un certo ammontare di investimenti in attività di ricerca e sviluppo (“uguale o superiore al 3 per cento della maggiore entità fra costo e valore totale della produzione della PMI innovativa.”), l'impiego di personale specializzato (almeno un quinto dei lavoratori deve essere costituito da dottorati, dottorandi o soggetti laureati con esperienza triennale in attività di ricerca o almeno un terzo da laureati magistrali) e la titolarità di un diritto di proprietà industriale.

Per quanto riguarda i tre requisiti citati, si segnala che nel testo originario del disegno di legge dell'art. 4 era considerato sufficiente per ottenere la qualifica di PMI innovativa il possesso di uno di essi, con dicitura identica a quella del decreto crescita *bis*. Successivamente il legislatore è tuttavia intervenuto sul punto, stabilendo che la PMI innovativa deve possedere almeno due dei tre requisiti fissati, irrigidendo per tale via la disciplina. Tale modifica è stato probabilmente determinata anche dalla volontà di rimarcare il carattere innovativo, che nei fatti risulta però essere affidato a fattori quali la qualità del capitale umano impiegato, le spese in ricerca e sviluppo e infine la privativa industriale. Non si tratta quindi di una previsione particolarmente limitativa e appare essere comunque meno pregnante della corrispondente disciplina delle start up¹⁰⁰. Infatti, guardando ai

¹⁰⁰ Un effetto limitativo forte causato dalla necessaria presenza di due requisiti si può al più ravvisare nella difficoltà per le PMI innovative rispetto alle start up nel mantenimento della relativa qualifica.

Infatti, come ribadito da ASSONIME - ASSOCIAZIONE FRA LE SOCIETÀ ITALIANE PER AZIONI “*Le imprese innovative*”, Circolare n. 6 del 22 febbraio 2016, reperibile all'indirizzo <http://www.assonime.it/AssonimeWeb2/dettaglio.jsp?id=264272&idTipologiaDettaglio=451>, la start up può continuare a fregiarsi della qualifica anche se nel periodo di applicazione muta il requisito che risulta soddisfatto. E lo stesso principio si applica certamente alle PMI innovative, le quali tuttavia presentano un'inevitabile minore flessibilità dovendo soddisfare due dei tre requisiti.

testi dei due articoli in esame (l'art. 25 del d.l. n. 179/2012 e l'art. 4 del d.l. n. 3/2015), risultano evidenti le soglie molto diverse. Alle start up si richiedono investimenti in ricerca e sviluppo ingenti (almeno il 15%), mentre le PMI sopportano un sacrificio meno pesante (con spese che devono superare il 3%), dovendo disporre in tal senso di una somma ridotta nel minimo ad un quinto rispetto alle imprese start up. Analoga considerazione può essere condotta per quanto concerne l'impiego di personale specializzato, dove le start up devono rispettare le soglie di almeno "un terzo della forza lavoro complessiva" per dottori, dottorandi e ricercatori, due terzi per laureati magistrali. Ancora una volta i parametri per le PMI sono abbassati, rispettivamente ad un quinto e ad un terzo. Se a questo si unisce la constatazione che prevalentemente si tratterà di micro imprese, le quali impiegano raramente più di dieci dipendenti ¹⁰¹, si comprende quanto il parametro imposto sia in realtà basso.

Il legislatore sembra d'altronde considerare il carattere innovativo come intrinseco nelle start up e meno presente nelle imprese più datate ¹⁰². Dunque per l'applicazione degli incentivi fiscali di cui all'art. 29 del decreto crescita *bis* anche alle piccole e medie realtà imprenditoriali viene richiesto un requisito ulteriore. Infatti, come si avrà modo di osservare nel paragrafo successivo, nonostante destinatari privilegiati della riforma siano le società più giovani, il legislatore è al contempo conscio delle tradizionali imprese presenti sul territorio italiano e permette di sfruttare la qualifica dell'*investment compact*, con i benefici e vantaggi che questa comporta, anche ad imprese costituite in tempi più risalenti. L'unica condizione per godere dei privilegi fiscali si sostanzia in un ulteriore requisito con il quale la mano legislativa tenta di disegnare il carattere innovativo delle

¹⁰¹ V. *supra* cap. I, nota n. 17.

¹⁰² Nel caso delle PMI il legislatore prende atto dell'assenza di innovazione in queste società e si propone "la creazione di un circolo virtuoso che spingerebbe le PMI a investire costantemente in innovazione per mantenere nel tempo il requisito di PMI innovativa." (*Relazione Illustrativa della legge n. 33/2015*, accessibile *online* sul sito istituzionale all'indirizzo http://www.camera.it/leg17/995?sezione=documenti&tipoDoc=lavori_testo_pdl&idLegislatura=17&codice=17PDL0028050).

imprese con maggiore precisione. La previsione¹⁰³ richiede la presentazione di un “piano di sviluppo”, con il quale la PMI interessata dovrà indicare le misure innovative verso cui è orientata, riguardino queste beni, servizi o processi.

All’esito di tale esame critico dei presupposti necessari perché un’impresa sia qualificabile come start up o PMI innovativa, l’interprete comprende facilmente che i vincoli imposti con l’*investment compact* sono meno forti di quelli ricavabili nel decreto crescita *bis*¹⁰⁴. Con i due decreti il legislatore voleva incentivare il nostro sistema economico a produrre innovazione, a migliorarsi e progredire, rispondendo ad esigenze di internazionalizzazione oggi sempre più avvertite. Ma nei fatti i requisiti fissati per le PMI innovative risultano estremamente evanescenti ed essenzialmente concentrati nella presenza di due condizioni tra le tre elencate nell’art. 4 del d.l. n. 3/2015. E, vale la pena ricordarlo, due di tali requisiti non saranno necessariamente sinonimo di risultati innovativi. Fare ricerca, investire nella ricerca sono condizioni non sempre sufficienti per produrre innovazione, occorre anche uno spirito imprenditoriale che sappia orientare quella ricerca verso qualcosa di economicamente attraente o utile. Costringere le piccole imprese ad investire una parte del proprio fatturato in innovazione o assumere laureati specializzati rappresenta sicuramente un primo passo per smuovere una cultura tradizionale, ancorata a se stessa, che da sempre è la pietra miliare del nostro Paese ed uno dei maggiori ostacoli allo sviluppo imprenditoriale. Ma non

¹⁰³ Si tratta del comma 9 *bis* dell’art. 4, introdotto anch’esso con la legge di conversione n. 33/2015 (“Alle PMI innovative che operano sul mercato da più di sette anni dalla loro prima vendita commerciale, l’articolo 29 del decreto-legge 18 ottobre 2012, n. 179, convertito, con modificazioni, dalla legge 17 dicembre 2012, n. 221, e successive modificazioni, si applica qualora siano in grado di presentare un piano di sviluppo di prodotti, servizi o processi nuovi o sensibilmente migliorati rispetto allo stato dell’arte nel settore interessato. Il piano di sviluppo è valutato e approvato da un organismo indipendente di valutazione espressione dell’associazionismo imprenditoriale, ovvero da un organismo pubblico”).

¹⁰⁴ Laddove forse l’unica eccezione in tal senso attiene alla quotazione, essendo vietata in qualsiasi forma per le start up. Diversamente per le PMI innovative non viene ribadito il divieto di negoziare i propri strumenti sui mercati multilaterali, sembrando quindi ammissibile tale eventualità (e in tal senso si veda anche ASSONIME - ASSOCIAZIONE FRA LE SOCIETÀ ITALIANE PER AZIONI “*Le imprese innovative*”, op. cit.).

può da solo garantire tale cambio culturale, né l'avvento di un'era altamente innovativa, che sembra oggi l'unico modo per abbandonare la terribile congiuntura economica vissuta. Inoltre, la previsione di requisiti tanto labili permette di capire perché da più voci si fosse sostenuto - e si sostiene - che le PMI che potrebbero iscriversi nella sezione speciale sono quadruple rispetto alla stima governativa. Il legislatore aveva calcolato la presenza di PMI innovative in Italia tra le 7.000 e le 10.000, mentre ben 40.000 sembrerebbero in grado di soddisfare i requisiti della normativa in esame (V. *supra* cap. II, par. 1, nota n. 25).

Ci si potrebbe allora chiedere, correttamente, per quale motivo il fenomeno tenda a muoversi così lentamente: non arrivano neanche a 200 le PMI innovative iscritte oggi ¹⁰⁵. Ed è questo forse, come meglio si discuterà nell'ultimo capitolo, uno degli indici più inquietanti dei risultati della mossa legislativa. Infatti, analizzando i dati nei paragrafi precedenti si è visto quanto limitato sia il fenomeno del *crowdfunding*, preferendo le start up italiane ricorrere al Fondo di Garanzia. Si richiede dunque una piccola precisazione: per le PMI innovative il Fondo di Garanzia non è ancora stato aperto alle imprese a condizioni semplificate analoghe a quelle delle start up. E forse questo è uno dei motivi che continuano a disincentivare l'iscrizione nel registro speciale delle imprese, potendosi supporre alla luce dell'enorme successo dell'iniziativa in tema di start up che nel momento in cui sarà possibile l'accesso semplificato al Fondo di Garanzia anche le PMI innovative aumenteranno esponenzialmente. Se questa ipotesi si realizzasse sarebbe tuttavia forse la più incontrovertibile prova che la mentalità imprenditoriale italiana non è affatto pronta a cambiare, ancora saldamente ancorata al controllo proprietario e al credito bancario. E un mutamento della cultura dell'impresa è in realtà l'obiettivo ultimo perseguito dalla normativa in esame ¹⁰⁶.

¹⁰⁵ Per conoscere il numero esatto di PMI innovative in Italia si può consultare il sito <http://startup.registroimprese.it/report/pminnovative.pdf>, aggiornato dal Ministero dello Sviluppo Economico ogni lunedì.

¹⁰⁶ La particolare attenzione che il legislatore pone alle tradizioni imprenditoriali italiane si rinviene tra l'altro proprio nelle previsioni in materia di procedure concorsuali previste per le start up. Queste sono per definizione soggetti non fallibili, non sottoposti alle ordinarie regole

Si rinviene quindi una profonda asimmetria tra ciò che il legislatore offre (l'*equity-based crowdfunding*, una nuova realtà economica) e ciò che l'impresa richiede (un accesso agevolato al credito bancario). Un *mismatch* che è alla base di molte criticità del sistema economico italiano.

3.2. LA DISTRIBUZIONE DEGLI UTILI E I LIMITI DIMENSIONALI E TEMPORALI.

Restano da analizzare altre poche differenze tra le due qualifiche in esame. Si tratta nello specifico della disciplina di distribuzione degli utili, dei limiti temporali alla loro costituzione e dei vincoli dimensionali; rimettendosi ai paragrafi successivi di questo elaborato la questione circa la durata dei vantaggi concessi.

Partendo dal primo dei tre punti, la lettera e) del secondo comma dell'art. 25 del decreto crescita *bis* sancisce un divieto assoluto per le start up di distribuire i propri utili, che vale sia per il futuro sia per il passato (nel caso di società già esistenti al momento di entrata in vigore del testo normativo). Il divieto si estende per tutto il periodo in cui la società si fregia della relativa qualifica, portato con l'*investment compact* ad un massimo di cinque anni dalla data di costituzione (si confronti la lettera b) dell'art. 25 cit.). Come si è già osservato nel primo paragrafo di questo capitolo, la previsione della lettera e) ha come scopo quello di favorire il reinvestimento degli utili nella start up stessa, al fine di sopperire alle perdite strutturali che una neonata società altamente rischiosa deve sopportare nei primi anni di vita. Con l'intento di evitare che l'ente venga utilizzato al solo fine di godere dei relativi profitti, senza preoccuparsi della continuità d'impresa, il legislatore impone questo divieto, che si affianca alla disciplina agevolativa in materia concorsuale. Ma lo stesso principio non trova invece collocazione nell'ambito della disciplina delle PMI innovative, dovendosi d'altronde trattare

del fallimento. Si tratta di una scelta dettata dalla cultura italiana del fallimento, già esaminata sopra, che continua a vedere il fallimento come un punto di non ritorno e non piuttosto quale una fase essenziale nel ciclo di vita di una qualsiasi impresa (a differenza di quanto avviene per esempio negli USA).

di imprese non appena costituite, ma operanti da almeno un anno. Questo tacito obbligo di reinvestimento non grava così sulle piccole imprese italiane.

Il secondo punto riguarda invece la data di costituzione. Come si è già osservato nell'analisi dei rispettivi requisiti, le start up devono essere società tendenzialmente nuove, essendo possibile anche alle imprese appena costitutesi adottare tale qualifica laddove ne ricorrano i presupposti.

Il quadro cambia completamente quando si tratta delle PMI innovative. Anche in questo caso, nell'analisi dei presupposti richiesti dall'art. 4 dell'*investment compact*¹⁰⁷, si è osservato che le PMI devono aver depositato un bilancio d'esercizio certificato. Tralasciando il nuovo obbligo in tal senso imposto nella presenza di un revisore legale¹⁰⁸, si può però desumere dal testo della norma che le PMI dovranno essere società operative da almeno un anno (essendo di solito annuale la durata dell'esercizio). Quindi le società di nuova costituzione non potranno in alcun modo richiedere l'iscrizione nella sezione speciale del registro delle imprese dedicata alle PMI innovative. La quale osservazione permette forse di trarre un'ulteriore conclusione, che diverrà sicuramente più incisiva nell'analisi delle deroghe e della loro durata nel prossimo capitolo.

¹⁰⁷ Richiede infatti la lettera b) dell'articolo in esame: “la certificazione dell'ultimo bilancio e dell'eventuale bilancio consolidato redatto da un revisore contabile o da una società di revisione iscritti nel registro dei revisori contabili”.

¹⁰⁸ In particolare ASSONIME - ASSOCIAZIONE FRA LE SOCIETÀ ITALIANE PER AZIONI “*Le imprese innovative*”, op. cit., osserva come con la previsione si sia introdotta un'ipotesi ulteriore di revisione obbligatoria del bilancio *ex lege*, connotandosi questa quale elemento indefettibile per ottenere la qualifica e non potendosi quindi considerare un'attività meramente volontaria.

L'obbligo è quindi aggiuntivo per tutte le s.r.l. che normalmente non sarebbe tenute ad alcuna certificazione di bilancio, essendo al di sotto dei limiti legali fissati dall'art. 2477 cod. civ. (“[...] La nomina dell'organo di controllo o del revisore è obbligatoria se la società: a) è tenuta alla redazione del bilancio consolidato; b) controlla una società obbligata alla revisione legale dei conti; c) per due esercizi consecutivi ha superato due dei limiti indicati dal primo comma dell'articolo 2435 -bis. [...]”).

In particolare, il legislatore impedisce che la start up sia anche qualificata come PMI innovativa¹⁰⁹, ma non il passaggio dalla prima forma alla seconda. È quindi possibile, purché vengano rispettati i requisiti stabiliti, che al termine del periodo agevolativo di cinque anni la start up sia cancellata dalla rispettiva sezione speciale e chiedi di essere qualificata ed iscritta come PMI innovativa. Essendo già stata esaminata nel precedente paragrafo la similitudine tra i tre requisiti del decreto crescita *bis* (lettera h) dell'art. 25 comma primo) e dell'*investment compact* (lettera e) dell'art. 4 comma primo), l'ipotesi non sembra del tutto visionaria, dato che l'unico ostacolo per la start up che intenda attuare tale cambio di qualifica risiede nella presenza di due requisiti (e non uno solo). Il punto potrebbe essere interessante da utilizzare anche per risolvere le criticità da più parti sollevate in merito alla possibilità delle start up di continuare a sopravvivere una volta esaurito il regime agevolativo a loro concesso. E ben si sposa con la previsione che comunque le deroghe fiscali di cui all'art. 29 del d.l. n. 179/2012 trovino applicazione alle PMI innovative con meno di sette anni di vita (o in grado di presentare il piano di sviluppo di cui al comma 9 *bis* dell'art. 4 del d.l. n. 3/2015).

Al di là dei possibili vantaggi mantenibili con il passaggio da start up a PMI innovativa, che potrebbe essere attuato dall'impresa anche prima della data di scadenza dei benefici concessi salvo il rispetto dei presupposti dell'art. 4 del d.l. n. 3/2015 (e successive modificazioni), bisogna ravvisare un'ulteriore *ratio* ispiratrice di tale decisione governativa. Infatti, la scelta di ammettere alla qualifica di PMI innovative non le neo-società, ma quegli enti già esistenti e già operanti (da uno o più anni) rivela l'intento di ampliare con l'*investment compact* i privilegi in materia di start up ad imprese più datate. Con la misura in esame non si vuole dunque favorire la nuova imprenditoria, ma piuttosto andare a rivitalizzare

¹⁰⁹ Sul punto si rinvia alla lettera d) dell'art. 4 del d.l. n. 3/2015, che recita: "l'assenza di iscrizione al registro speciale previsto all'articolo 25, comma 8, del decreto-legge 18 ottobre 2012, n. 179, convertito, con modificazioni, dalla legge 17 dicembre 2012, n. 221". Il comma ottavo dell'art. 25 del decreto crescita *bis* è appunto istitutivo della sezione speciale del Registro delle imprese per le start up.

le imprese italiane già attive, vittime delle negative congiunture della crisi economica, e favorirne la ripresa tramite incentivi fiscali e deroghe societarie. Il particolare intervento sulla s.r.l. PMI innovativa mostra proprio la consapevolezza legislativa che si tratti della forma di società di capitali più diffusa in Italia (con più di un milione di enti come osservato *supra* cap. I par. 1).

Risultano così essere diverse le due esigenze sottese ai successivi interventi normativi. Da un lato, il legislatore con il d.l. n. 179/2012 vuole favorire la fase di avvio delle start up, dotandole di strumenti utili a sopportare i primi più duri anni di vita dell'impresa, nel corso dei quali l'idea è ancora un bozzolo in formazione. Dall'altro lato, con il d.l. n. 3/2015 non conta l'aiuto nella fase di avvio, ma piuttosto la garanzia della continuazione dell'attività d'impresa per le PMI innovative, che già operano sul mercato. Si potrebbe allora credere che anche per questo secondo tipo di imprese si sarebbe dovuto introdurre un divieto di distribuzione degli utili analogo a quello previsto per le start up nella lettera e) dell'art. 25 del decreto crescita *bis*, dato che, come si è esaminato, la finalità della disposizione sembra proprio un obbligo di autofinanziamento per garantire un duraturo ciclo di vita all'impresa. Ma nel caso delle PMI innovative la previsione sarebbe stata al contrario controproducente, limitando l'*appeal* che tali società potrebbero avere per investitori esterni e ostacolando ulteriormente l'apertura del capitale di rischio che il nostro legislatore cerca di promuovere da ormai un quinquennio.

In conclusione, il terzo punto che merita di essere ricordato attiene ai diversi vincoli dimensionali imposti alle società start up e PMI innovative.

La prima delle due qualifiche potrà mantenere il regime agevolativo previsto, sempre nel rispetto del limite di cinque anni, se il suo fatturato annuo non eccede i 5 milioni di euro (lettera d), secondo comma, art. 25, decreto crescita *bis*). Si tratta di società relativamente piccole ¹¹⁰, per evitare presumibilmente che

¹¹⁰ Si tratta infatti prevalentemente di imprese con meno di quattro dipendenti (la media nazionale degli addetti nelle start up italiane nel 2015 è stata di due dipendenti) e fatturati inferiori ai 100.000 euro. Per i dati si confronti http://startup.registroimprese.it/report/4_trimestre_2015.pdf (“*Report trimestrale*”. 4° Trime-

le consistenti deroghe dagli oneri fiscali e la copertura del Fondo di Garanzia vadano a vantaggio di società altamente produttive, capaci di finanziarsi e sorreggersi nel mercato globale senza bisogno di alcun aiuto. Sarebbero infatti società che essendo pienamente avviate non necessitano più di incentivi a garanzia della continuazione della propria attività. Le start up si caratterizzano quindi nei presupposti teorici (e lo sono anche nella prassi) come imprese ancora più piccole delle PMI innovative, per le quali invece il legislatore rinvia alle dimensioni fissate dalla Raccomandazione europea ¹¹¹.

Analizzato dunque l'impianto normativo costruito per le s.r.l. start up e PMI innovative ed identificate le differenze principali che intercorrono tra le due qualifiche, bisognerà ora condurre un esame dei risultati e dei problemi sollevati dal decreto crescita *bis* e dall'*investment compact*. Le diverse disposizioni si sono infatti inserite in un sistema - quello della s.r.l. - delineato dal codice civile come perfettamente bilanciato nei suoi vantaggi e sacrifici. Quando interviene la più piccola modifica, tutto il quadro rischia di dover essere rivisto e di aprirsi a criti-

stre 2015. Tavola 6 - Dati strutturali: StartUp. Numero di dipendenti”, CAMERE DI COMMERCIO D'ITALIA) e <http://startup.registroimprese.it/report/startup.pdf>.

¹¹¹ Secondo la Raccomandazione 2003/361/CE (cui rinvia lo stesso art. 4 dell'*investment compact*), i parametri dimensionali cui fare riferimento nella classificazione delle imprese sono cumulativamente il numero di “occupati” e, alternativamente, il fatturato annuo o il totale del bilancio annuale. Gli “occupati” sono soggetti legati all'impresa tanto da contratti a tempo determinato quanto indeterminato, purché sia previsto il vincolo di dipendenza.

Distinguendole su base dimensionale sono quindi identificabili *in primis* le c.d. micro-imprese, con meno di 10 occupati e fatturato o totale di bilancio inferiore a 2 milioni di euro. Vi sono poi le piccole imprese, che vantano meno di 50 occupati (e più di 10) e fatturato o totale di bilancio al di sotto dei 10 milioni di euro (e superiore ai 2 milioni). Se invece gli occupati eccedono i 50 senza superare i 250 e il fatturato è inferiore a 50 milioni di euro (ma superiore a 10 milioni) o il totale di bilancio è inferiore ai 43 milioni, si parlerà di medie imprese. Infine nel caso in cui un'azienda superi tutti questi parametri, sarà una grande impresa.

Sulla base di questi requisiti dimensionali si osserva che circa i due terzi delle PMI innovative italiane sono micro-imprese (al riguardo si rimanda ai dati disponibili su <http://startup.registroimprese.it/report/pminnovative.pdf>, dove sono dettagliatamente indicati fatturato e numero di addetti di ogni PMI iscritta nella sezione speciale del Registro delle imprese).

cità in precedenza non considerate, dovendosi così inevitabilmente ricercare un nuovo equilibrio.

CAPITOLO III

PROFILI CRITICI.

I. LA DISCIPLINA DELLA S.R.L. DIVISA TRA DEROGHE TEMPORANEE E PERMANENTI.

Si è esaminato nel capitolo precedente quanto siano significative rispetto all'ordinaria disciplina del tipo s.r.l. le deroghe introdotte con il decreto crescita *bis* e l'*investment compact*, che tuttavia si differenziano nella loro durata temporale, limitata per le start up, potenzialmente infinita per le PMI innovative. Bisogna dunque analizzare separatamente per le due qualifiche quali siano gli effetti di tale differenza, concentrando la propria attenzione sull'impatto che ciò comporta e le conseguenze nell'assetto del nostro ordinamento.

Partendo dalle start up, le deroghe societarie sono state introdotte nell'ottica di un orizzonte temporale limitato di cinque anni¹, decorrenti dalla data di costituzione. In tal modo, nella primissima fase di avvio (limitata al primo quinquennio del ciclo di vita dell'impresa) la start up s.r.l. potrà godere di un regime che, come si è analizzato nei primi due capitoli di questo elaborato, la avvicina sostanzialmente nei benefici ad una s.p.a., abbandonando la personalizzazione tipica delle s.r.l. e conservandone tuttavia la più ampia autonomia societaria.

Si riconosce infatti alle società con tale qualifica la possibilità di introdurre categorie di quote, aprirsi al pubblico risparmio tramite i portali di *crowdfunding* e pagare i propri dipendenti e fornitori con gli strumenti delle *stock options* e del

¹ Prima dell'introduzione del d.l. n. 3/2015 la durata massima delle deroghe era fissata in quattro anni, poi successivamente ampliata (e si concentra sulla modifica anche ASSONIME - ASSOCIAZIONE FRA LE SOCIETA ITALIANE PER AZIONI "*Le imprese innovative*", Circolare n. 6 del 22 Febbraio 2016, op. cit.).

work for equity. Viene così creato teoricamente un connubio perfetto, auspicabile per ogni imprenditore. Si permette infatti a questi soggetti di godere dei vantaggi della s.p.a. con una forma societaria più flessibile e malleabile, quale appunto la s.r.l., senza soffrire quei limiti posti proprio come contraccolpo e contrappeso di questa maggiore autonomia.

Servendosi di tale tipo legale, i soci potranno adattare le caratteristiche dell'ente alle proprie esigenze e a quelle della società stessa più facilmente di quanto avvenga in una s.p.a., dove la disciplina pubblica è maggiormente pervasiva. Con il decreto crescita *bis* il legislatore ha fornito strumenti duttili nell'ambito della s.r.l. per sviluppare un'idea imprenditoriale ancora agli inizi, facilitandone il finanziamento, incentivando un'apertura del capitale, sopperendo ai problemi di illiquidità e allontanandosi dal modello codicistico ².

A ciò si aggiunga che la start up godrà nei primi anni non solo di deroghe societarie prevalentemente facoltative, ma anche di numerosi benefici fiscali, con detrazioni e deduzioni sugli investimenti ed esenzioni dai vari oneri di legge (tra i quali la stessa imposta di registro). Tali vantaggi ed eccezioni, tanto societarie quanto fiscali, dovrebbero cessare al compimento del quinto anno di vita della start up (o, come si esprime il testo legislativo “sessanta mesi” ³).

Sul piano teorico sembra allora che il legislatore abbia costruito un sistema inattaccabile e perfettamente coerente dal punto di vista logico. È stato infatti imposto un piccolo sacrificio per l'ordinamento ⁴, limitato nel tempo, per un

² E. FREGONARA, “*La start up innovativa. Uno sguardo all'evoluzione del sistema societario e delle forme di finanziamento*”, ed. Giuffrè, 2013, parla di un travalicamento del confine esistente tra le società a responsabilità limitata e per azioni.

³ V. d.l. n. 179/2012 art. 25, comma II, lettera b).

⁴ In particolare M. CIAN “*Società start-up innovative e pmi innovative*”, in *Giurisprudenza Commerciale*, n. 6/2015, sostiene la tesi per cui nessuna modifica tipologica sarebbe rinvenibile nell'ordinamento per la mera introduzione delle deroghe per le s.r.l. start up proprio perché trattasi di “specialità a tempo: ad essere regolate erano (e sono) società a tutti gli effetti in fase di start-up; si trattava dunque di un diritto in deroga che rappresentava un trampolino di lancio” (pag. 969).

grande passo avanti dell'intero sistema economico, con una florida diffusione delle start up sul territorio italiano ⁵.

⁵ Non è compito di questo elaborato indagare quali siano i vantaggi sistemici che le start up possono apportare all'economia di una Nazione. Tuttavia, basti pensare al caso di Stati che si sono risollepati nonostante le ostili condizioni climatiche e sociali proprio grazie a questo crescente ed espansivo fenomeno.

Un esempio può rinvenirsi nel caso di Israele, che costituisce la seconda potenza al mondo - dopo gli Stati Uniti d'America - in numero di start up quotate. In questa Nazione le imprese hanno conosciuto negli ultimi anni un'espansione senza precedenti, auspicata e sostenuta da una serie di interventi governativi coerenti e tesi ad una definita visione unitaria, nonostante i conflitti che la popolazione vive quotidianamente. La stessa Enel si sta rivolgendo negli ultimi mesi alle start up israeliane per portarne i risultati innovativi nel nostro Paese. Sull'argomento V. R. PIETRABISSA "Israele, le startup e gli investimenti in ricerca di base" in *Corriere della sera*, 22 Luglio 2015, http://corriereinnovazione.corriere.it/2015/07/22/israele-startup-investimenti-ricerca-base-b7fee146-3032-11e5-8ebc-a14255a4c77f.shtml?refresh_ce-cp; G. BARBATI "L'ecosistema israeliano delle startup", in *Il Sole 24 Ore*, 27 ottobre 2013, consultabile all'indirizzo internet http://www.ilsole24ore.com/art/tecnologie/2013-10-25/l-ecosistema-israeliano-startup-155415.shtml?uuid=ABpYLMZ&refresh_ce=1; e ancora G. CRIMALDI "Nuove opportunità di lavoro e start up: ecco come Israele vince la sfida mondiale. Tel Aviv capitale dell'innovazione", in *Il Mattino*, 15 Febbraio 2015, disponibile sul sito http://www.ilmattino.it/economia/israele_start_up_lavoro-866799.html.

Convinta dei benefici che possono derivare da una cultura dell'innovazione, anche l'Unione Europea si è concertata sull'argomento negli ultimi anni, cercando di spronare i diversi Stati a migliorarsi. Si osserva, per completare l'argomento, come l'Italia sia stata definita rispetto agli standards europei degli ultimi anni un "moderate innovator" (pag. 56, EUROPEAN COMMISSION, DIRECTORATE-GENERAL FOR INTERNAL MARKET, INDUSTRY, ENTREPRENEURSHIP AND SMES, *Report "Innovation Union Scoreboard 2015"*, H. HOLLANDERS, N. ES-SADKI, M. KANERVA (a cura di), B. GARCIA-PORRAS, A. LICCIARDELLO, M. NICKLAS (coordinato da), reperibile su http://ec.europa.eu/growth/industry/innovation/facts-figures/scoreboards/files/ius-2015_en.pdf). Il rapporto citato osserva come l'Italia, a differenza di altri Paesi quali la Germania, la Svezia, la Danimarca (definiti nel rapporto "innovation leader"), abbia in alcuni periodi dal 2012 al 2015 innovato più dell'Europa, in altri molto meno. Il dato positivo tuttavia è la constatazione da parte dell'Europa che in Italia "The relatively best performing indicators are international scientific co-publications, SMEs innovating in-house, SMEs with product or process innovations and SMEs with marketing or organizational innovations." (pag. 56 del rapporto, che tradotto afferma "gli indici dove ha realizzato le migliori performance relativamente [n.d.a. agli standards europei di innovazione] sono le co-pubblicazioni scientifiche internazionali, le piccole e medie imprese che innovano *in-house* [n.d.a. creano innovazione al proprio interno senza importarla dall'estero], le piccole e medie imprese con innovazioni di processo o prodotto e le piccole e medie imprese che hanno apportato innovazioni nelle vendite e nell'organizzazione".).

Questa osservazione può tuttavia essere condivisibile solo sul piano teorico. Nel considerare i successi di una misura legislativa non si dovrebbe infatti prescindere dal piano pratico ed applicativo della stessa. Bisogna dunque comprendere cosa accade quando le previsioni del d.l. n. 179/2012 cessano di essere teoriche.

Si supponga di avere una start up s.r.l., appena costituita e regolarmente iscritta nell'apposita sezione speciale del registro delle imprese. Trattandosi prevalentemente di deroghe facoltative, rimesse ad una decisione dei soci, si può ulteriormente supporre che questa società nel corso dei suoi primi cinque anni di vita intenda sfruttare pienamente le deroghe societarie concesse. Allora questa s.r.l. potrebbe emettere una serie di categorie di quote, depotenziando per esempio alcuni diritti di *voice* così da superare opposizioni interne e facilitare la collocazione di queste partecipazioni presso il pubblico risparmio tramite l'*equity-based crowdfunding*, senza costringere contemporaneamente i soci fondatori a privarsi di uno stretto controllo sulla gestione. La nostra ipotetica società potrebbe anche decidere di emettere una serie di strumenti di *stock options* e *work for equity* nei confronti di dipendenti, amministratori e fornitori, evitando le criticità che la sua congenita sotto-capitalizzazione potrebbe sollevare. A questo punto, con il trascorrere dei primi anni della sua attività, scade la fatidica data di sessanta mesi e la start up s.r.l. non potrà più godere di tale privilegiata qualifica, tornando ad essere una normale e del tutto ordinaria s.r.l. Di conseguenza si riapplicheranno *in toto* le disposizioni codicistiche. Non potrà quindi emettere altre categorie di quote, perché il divieto contenuto nell'art. 2468 cod. civ. glielo impedisce e la personalità del socio tornerà prepotentemente a prevalere. Ugualmente non sarà pensabile compiere operazioni su quote proprie, perché il testo dell'art. 2474 cod. civ. è chiarissimo sul punto e non lascia spazio a dubbi. La nostra ormai ordinaria s.r.l. non potrà neanche ricorrere alla raccolta *online*, perché è una società chiusa, alla quale è vietato aprirsi al mercato come unica tutela possibile a fronte della sua grande autonomia.

Ma vi è una conseguenza inevitabile del periodo in cui la s.r.l. ha mantenuto la qualifica di start up: la società ha già emesso categorie di quote ed alcune sa-

ranno forse state collocate presso diversi investitori. Per risolvere il problema e chiarire quale sia la loro sorte, sollevando in realtà una serie di criticità, il legislatore ha introdotto una specifica disposizione per cui le categorie emesse non perderanno valore una volta cessato il periodo quinquennale di validità. L'art. 31 del decreto crescita *bis* recita al suo quarto comma: “[...] Per la start-up innovativa costituita in forma di società a responsabilità limitata, le clausole eventualmente inserite nell’atto costitutivo ai sensi dei commi 2, 3 e 7 dell’articolo 26 [n.d.a. categorie di quote, strumenti collocati presso il pubblico degli investitori, piani di *stock options* e *work for equity*], mantengono efficacia limitatamente alle quote di partecipazione già sottoscritte e agli strumenti finanziari partecipativi già emessi.”. Anche la *Relazione illustrativa al d.l. n. 179/2012* ribadisce la volontà del legislatore di evitare il rischio della non sottoscrizione delle categorie di quote per il timore che divenissero carta straccia ⁶.

Quindi, come si ricava dalla previsione normativa e come constatato dalla dottrina, le categorie emesse dalla nostra ipotetica società continueranno ad esi-

⁶ “L’estensione dell’operatività di queste opzioni statutarie [...] risponde alla *ratio* di consentire una diversificazione delle opzioni di investimento per gli investitori interessati ad entrare nel capitale della impresa *start-up innovativa*, favorendone la crescita [...] risponde alla *ratio* di consentire la diffusione di pratiche di *work-for-equity* attraverso l’assegnazione di strumenti partecipativi. Al termine del periodo di applicazione del regime derogatorio, tali clausole statutarie mantengono efficacia limitatamente agli strumenti già in circolazione e non è consentita l’emissione di ulteriori strumenti”, *Relazione illustrativa al d.l. n. 179/2012, Ulteriori misure urgenti per la crescita del Paese*, op. cit., pagg. 59 e ss.

Accetta senza critiche il dettato legislativo L. SALVATORE “*Le start-up innovative tra dato normativo e prassi contrattuale*”, op. cit.

Assume invece una posizione nettamente contraria P. BENAZZO “*La s.r.l. start up innovativa*”, op. cit. Da un lato l’Autore sottolinea quanto pericolosa sia la residua presenza di categorie di quote o altri strumenti finanziari in una s.r.l. che a prima vista risulta essere ordinaria e come tale soggetta al diritto comune. Dall’altro osserva il rischio di una restante presenza del pubblico risparmio, giustamente obiettando alla previsione normativa che si tratta di “un ingresso, tuttavia, avvenuto ad opera di soggetti non professionalmente qualificati e attrezzati, in una società poi le cui quote - per lo meno quelle rappresentative del capitale di rischio - non sono e non potranno giammai essere nuovamente offerte in sollecitazione al pubblico, né, men che meno, quotate su un mercato regolamentato: come tali dunque aliene a un *exit* discrezionale e immanente ad opera dell’investitore” (pagg. 122-123 op. cit.).

stere anche dopo la scadenza dei cinque anni. Esaurito il periodo di applicazione del regime derogatorie, le quote di categoria già emesse saranno del tutto valide ed inattaccabili, al pari dei diritti in esse contenute, con i quali possiamo presumere che continueranno a circolare. Accanto a questa prima osservazione, si nota che gli strumenti sottoscritti tramite il ricorso all'*equity-based crowdfunding* non andranno perduti, ma saranno anch'essi perfettamente legittimati. E così, laddove la società se ne sia servita per far fronte alla mancanza di liquidità, continueranno ad essere valide le quote o gli altri strumenti finanziari concessi a dipendenti, amministratori, fornitori o altri soggetti con cui l'ente intrattiene rapporti contrattuali.

In altre parole, ci troveremo nella prassi davanti ad una s.r.l. - perfettamente ordinaria, sottoposta alle norme del codice civile⁷ - dotata tuttavia di categorie di quote, strumenti collocati presso i risparmiatori, meccanismi di *stock options* e *work for equity*. Non potrà certamente compiere di nuovo per l'avvenire tali operazioni, ma quelle passate continueranno ad essere interamente valide.

Quasi nulla rimane del modello codicistico in questa s.r.l., che diventa al contrario molto più simile ad una s.p.a, condividendo la standardizzazione ed oggettivazione lecitamente introdotte nel corso del suo quinquennio da start up e non i limiti, né i vincoli. I rischi sono inoltre enfatizzati dall'assenza di informazione esterna, perché la s.r.l. non sarà più qualificata come start up, né iscritta nell'apposita sezione speciale del registro delle imprese. Sarà *prima facie* una comune s.r.l. Sarebbe stato opportuno introdurre una normativa tesa a garantire verso l'esterno le informazioni necessarie, come avviene nel caso dei gruppi societari ad esempio sia nel registro delle imprese sia negli atti e corrispondenza. Un onere pubblicitario di questo tipo non sarebbe risultato eccessivamente gravoso per la s.r.l. start up, ma avrebbe aiutato i soggetti terzi ad orientarsi nella

⁷ “[...] una società - la s.r.l. - la cui disciplina e il cui statuto sono (e rimangono anche nella s.r.l. *start-up* innovativa) *ex lege* costruiti sul contratto e declinati secondo i calori della personalità e dell'autonomia privata. Con tutti ciò che ne consegue in punto di semplicità, flessibilità e derogabili delle regole legali proprie del modello in parola.” (così P. BENAZZO, “*La s.r.l. start up innovativa*”, op. cit., pag. 123).

scelta dei loro rapporti contrattuali. Allo stato attuale, i non soci (e anche coloro che soci vorrebbero diventarlo) non fanno effettivamente quale tipo di società si troveranno davanti, né quali deroghe questa abbia introdotto.

La situazione non cambia - e forse anzi peggiora - nel caso delle PMI innovative, introdotte con l'*investment compact*. La durata delle deroghe diventa infatti più critica, data la potenziale infinità delle stesse laddove previste. Il legislatore non ha dettato alcun limite temporale all'applicazione delle misure facoltative del d.l. n. 3/2015.

In questa ipotesi risulta unicamente necessario il rispetto di almeno due tra i requisiti della lettera e) del decreto⁸ per mantenere la qualifica di PMI innovativa e con essa l'iscrizione nel registro delle imprese e la validità delle deroghe societarie eventualmente introdotte. E la potenziale infinita durata della qualifica si ricava anche dalle misurazioni svolte dalla Camera dei Deputati nell'analisi dei costi che la manovra attuata con il d.l. n. 3/2015 avrebbe potuto causare alle finanze dello Stato⁹. La valutazione finanziaria viene infatti limitata ad un periodo triennale, fino al 2017, per una maggiore certezza dei calcoli matematici. Si deve inoltre ricordare che diversamente dalle start up, un'impresa per qualificarsi come PMI innovativa non è soggetta ad alcun limite temporale nella sua costituzio-

⁸ È questa "l'ineludibile precarietà" della s.r.l. PMI innovativa di cui parla M. CIAN "Società start-up innovative e pmi innovative", op. cit. L'Autore osserva che "il fattore tempo non gioca alcun ruolo: la conservazione di tale qualifica dipende, nelle PMI, esclusivamente dalla loro volontà." (pag. 970).

⁹ I costi governativi a seguito degli incentivi fiscali concessi alle PMI innovative dal d.l. n. 3/2015 sono stimati in un'ottica temporale limitata al 2017, non potendosi tali misurazioni immaginare per un tempo infinito ed osservandosi tuttavia che l'iniziale perdita annua si protrarrebbe per ben sette anni (e quindi molto oltre i tre anni considerati). Le stime non tengono peraltro conto dei soggetti start up che potrebbero divenire PMI innovative allo scadere del sessantesimo mese.

Per un'analisi dettagliata CAMERA DEI DEPUTATI, VI E X COMMISSIONE, *Misure urgenti per il sistema bancario e per gli investimenti – Decreto-legge n. 3/2015, A.C. 2844, Verifica delle quantificazioni*, reperibile su documenti.camera.it/Leg17/Dossier/Pdf/VQ2844.Pdf, 3 Marzo 2015.

ne, né nell'applicazione delle esenzioni concesse ¹⁰. Analizzando infatti l'esiguo numero di s.r.l. PMI innovative ad oggi iscritte nell'apposita sezione speciale del registro delle imprese ¹¹, si evince come anche le società più risalenti riescano a sfruttare appieno tali vantaggi.

Tali osservazioni ci permettono di comprendere agilmente che una PMI innovativa potrà - salvo interventi successivi del legislatore che modifichino sul punto la disciplina - derogare permanentemente proprio a quelle norme che sembrano costituire nell'intenzione del riformatore di inizio secolo il fulcro e la base portante dell'intera disciplina della s.r.l.

Anche in questo caso viene da chiedersi cosa permanga dell'originario assetto codicistico della s.r.l. Gli articoli del codice, *in primis* gli artt. 2464, 2468, 2474 cod. civ., risultano svuotati completamente del loro contenuto e il modello societario così delineato è più simile alla s.p.a., la quale è tuttavia rigidamente disciplinata. Ma nessuna delle tutele della società degli artt. 2325 cod. civ. e ss. sembra essere stata trasmigrata nel testo del decreto crescita *bis* o dell'*investment compact*. Con le deroghe senza freni temporali delle PMI innovative e la validità residua delle eccezioni applicate alle start up, il modello della s.r.l. subisce una sostanziale invasione di campo, perdendo le caratteristiche che l'hanno contraddistinta negli ultimi anni e che hanno svolto l'essenziale funzione di bilanciamento tra i poteri, come analizzato nel primo capitolo di questo elaborato. Conseguentemente, la natura di questo modello societario risulta radicalmente e permanentemente modificata per le due qualifiche in esame, senza tuttavia affiancare tutele di nessun genere alla maggiore apertura auspicata dal legislatore.

¹⁰ L'unico punto sul quale l'*investment compact* pone un limite temporale dalla data di costituzione è, come già osservato, l'applicazione delle agevolazioni fiscali di cui all'art. 29 del d.l. n. 179/2012 (art. 4, comma 9 *bis*, del d.l. n. 3/2015), richiedendosi che laddove la PMI innovativa abbia più di sette anni, sia elaborato un piano di sviluppo altamente innovativo per godere dei benefici fiscali ivi previsti.

¹¹ Tutti i dati sono liberamente consultabili sull'apposito portale *online* all'indirizzo <http://startup.registroimprese.it/pminnovative/index.html>.

Guardando all'elenco ivi contenuto si possono individuare anche società più datate, con una s.r.l. che ha avviato la propria attività nel 1967 e molte altre risalenti agli anni '80.

I dubbi e le criticità della disciplina derogatoria introdotta si rafforzano osservando come l'allontanamento dalle regole del codice civile sia doppiamente rimesso all'autonomia privata. Infatti, sono due atti distinti che permetteranno l'applicazione di tali deroghe alla s.r.l. start up o PMI innovativa, continuandosi altrimenti ad adottare la disciplina codicistica di *default*.

Nello specifico si parla *in primis* dell'iscrizione nella speciale sezione del registro delle imprese. Come analizzato in precedenza (V. *supra* cap. II, par. 1), quest'operazione si svolge su base volontaria. Il legale rappresentante della società deve presentare un'autodichiarazione, attestante il possesso da parte dell'impresa dei requisiti previsti *ex d.l. n. 179/2012* (nel caso voglia iscriversi come start up) o *ex d.l. n. 3/2015* (se vuole invece acquistare la qualifica di PMI innovativa). Si noti che anche il mantenimento della qualifica dipende da un'autodichiarazione circa il rispetto di tali requisiti¹². Manca invece nei due de-

¹² Per le start up si rimanda al testo dell'art. 25 del d.l. n. 179/2012, commi quindici e sedici ("Entro 30 giorni dall'approvazione del bilancio e comunque entro sei mesi dalla chiusura di ciascun esercizio, il rappresentante legale della start-up innovativa o dell'incubatore certificato attesta il mantenimento del possesso dei requisiti previsti rispettivamente dal comma 2 e dal comma 5 e deposita tale dichiarazione presso l'ufficio del registro delle imprese. Entro 60 giorni dalla perdita dei requisiti di cui ai commi 2 e 5 la start-up innovativa o l'incubatore certificato sono cancellati d'ufficio dalla sezione speciale del registro delle imprese di cui al presente articolo, permanendo l'iscrizione alla sezione ordinaria del registro delle imprese. Ai fini di cui al periodo precedente, alla perdita dei requisiti è equiparato il mancato deposito della dichiarazione di cui al comma 15. Si applica l'articolo 3 del decreto del Presidente della Repubblica 23 luglio 2004, n. 247.").

Per le PMI innovative si può rinvenire analoga previsione nell'art. 4 del d.l. n. 3/2015, commi sesto e settimo ("Entro 30 giorni dall'approvazione del bilancio e comunque entro sei mesi dalla chiusura di ciascun esercizio, il rappresentante legale delle PMI innovative attesta il mantenimento del possesso dei requisiti previsti dal comma 1 del presente articolo, e deposita tale dichiarazione presso l'ufficio del registro delle imprese. Entro 60 giorni dalla perdita dei requisiti di cui al comma 1 del presente articolo, le PMI innovative sono cancellate d'ufficio dalla sezione speciale del registro delle imprese di cui al comma 2, permanendo l'iscrizione alla sezione ordinaria del registro delle imprese. Alla perdita dei requisiti è equiparato il mancato deposito della dichiarazione di cui al comma 6."). Il tenore letterale delle due disposizioni è identico, salvo le necessarie differenze, ed apre ad una serie di problemi ulteriori affrontati di seguito in questo elaborato.

creti in esame una specifica disciplina di controllo, prevedendosi unicamente, con terminologia generica, che le Camere di commercio dovranno svolgere le nuove funzioni nel rispetto delle loro dotazioni. Come tuttavia si debbano articolare tali funzioni non viene esplicitato dal legislatore, né si fa chiarezza su come prevenire una possibile elusione della normativa¹³. L'intera procedura risulta in prima battuta rimessa ad un atto privato interamente autonomo, sulla base di decisioni sociali discrezionali circa la convenienza e l'opportunità dell'assunzione della qualificazione stessa.

Il secondo momento di intervento dell'autonomia privata, affinché possano trovare applicazione le deroghe in materia di s.r.l., è la loro previsione statutaria (*rectius* nell'atto costitutivo), trattandosi di clausole facoltative¹⁴. Una volta ot-

¹³ La mancanza di una previsione inerente i controlli, cui la società dovrebbe essere soggetta per verificare il contenuto dell'attestazione, è solo parzialmente mitigata nell'ambito delle start up. Infatti, l'ultimo comma dell'art. 31 del d.l. n. 179/2012 recita "Allo scopo di vigilare sul corretto utilizzo delle agevolazioni e sul rispetto della disciplina di cui alla presente sezione, il Ministero dello sviluppo economico può avvalersi del Nucleo speciale spesa pubblica e repressione frodi comunitarie della Guardia di finanza, secondo le modalità previste dall'articolo 25 del decreto-legge 22 giugno 2012, n. 83, convertito, con modificazioni, dalla legge 7 agosto 2012, n. 134.". Nonostante si tratti di un'esigua previsione, introduce una qualche forma di controllo, di cui tuttavia non specifica l'effettiva articolazione, né i casi in cui il Ministero dello sviluppo economico dovrà attuarlo.

Si sottolinea inoltre che l'art. 31 del decreto crescita *bis* non trova applicazione nei confronti delle PMI innovative, dove l'art. 4 dell'*investment compact* rinvia ad altre disposizioni del d.l. n. 179/2012 (il *focus* è sugli artt. 26, 27, 30, commi sesto, settimo, ottavo, e 32). È quindi assente nella normativa delle PMI innovative un'espressa previsione di controllo, diversa dal generale richiamo alle funzioni delle Camere di commercio. E come giustamente osservato dalla dottrina, non si può chiedere al registro delle imprese di svolgere un controllo di tale tipo, per il quale non ha né le competenze necessarie né dati sufficienti (V. M. CIAN "Società start-up innovative e pmi innovative", op. cit.).

¹⁴ Si ricorda infatti che le uniche deroghe societarie a trovare applicazione indipendentemente dalla volontà dei soci e dal modello societario adottato sono quelle sulla riduzione del capitale a seguito di perdite e, unicamente per le start up, in materia fallimentare. Tra l'altro queste sono le uniche due tipologie di deroghe societarie che troveranno applicazione anche indifferente dalla forma societaria adottata (parla di "deroghe in generale" A. BOLLETTINARI "Le novità previste dal d.l. 3/2015: l'introduzione delle 'piccole e medie imprese innovative' e la modifica della disciplina della startup innovativa", op. cit.).

tenuta la qualifica quindi, sarà la s.r.l. start up o PMI innovativa a decidere se utilizzare le possibilità derogatorie concesse dal legislatore e tra queste potrà scegliere di servirsi solo di alcune. I terzi non hanno modo di sapere quali se non esaminando l'atto costitutivo.

Infine, le criticità delle previsioni introdotte con il decreto crescita *bis* e con l'*investment compact* sono ampliate dall'assenza di ostacoli alla trasformazione delle start up in PMI innovative una volta scaduto il limite temporale di cinque anni. Si concede in tal modo a queste società di nascere come s.r.l. geneticamente modificate nei connotati fondamentali del modello e di mantenere queste differenze per un tempo illimitato ¹⁵. Fino a quando rispetteranno i requisiti fissati dal legislatore, potranno sottrarsi per scelta propria ed autonoma agli unici limiti che

Tutte le altre deroghe previste, dall'introduzione di categorie di quote ai piani d'incentivazione, troveranno ingresso nella società solo con il consenso dei soci. Per una trattazione dettagliata delle deroghe obbligatorie e della facoltatività delle altre V. *supra* cap. II, par. 2.

¹⁵ Il passaggio dalla sezione start up a quella delle PMI innovative viene analizzata anche da ASSONIME "*Le imprese innovative*", Circolare n. 6 del 22 Febbraio 2016, op. cit. ed è stata oggetto di specifico decreto del Ministero dello sviluppo economico, *Decreto direttoriale 22 giugno 2015 - Specifiche tecniche per la realizzazione della modulistica registro delle imprese (REA)*, consultabile con il relativo allegato sulla pagina *online* del Ministero all'indirizzo <http://www.sviluppoeconomico.gov.it/index.php/it/normativa/decreti-direttoriali/2032906-decreto-direttoriale-22-giugno-2015-specifiche-tecniche-per-la-realizzazione-della-modulistica-registro-delle-imprese-rea>.

In particolare il Mise ha apportato alcune modifiche alla modulistica per il passaggio da start up a PMI innovativa al fine di garantire l'assenza di interruzioni nei benefici concessi. Introduce quindi "un nuovo testo: 'start-up: passaggio alla sezione speciale come PMI innovativa' che aderisce alla richiesta di cancellazione dalla sezione speciale start-up e che accompagna la modulistica di iscrizione nella sezione speciale PMI innovativa, creando continuità assoluta. Nel testo potranno essere inseriti i motivi che hanno comportato il passaggio da start-up a PMI innovativa. È evidente che si tratta di una importante previsione a favore delle imprese, che consente il mantenimento senza soluzione di continuità delle agevolazioni previste da entrambi i regimi speciali." (così recita il testo del MINISTERO DELLO SVILUPPO ECONOMICO, Circolare 3681/C - Modulistica registro delle imprese, 22 Giugno 2015, accessibile sul sito http://www.sviluppoeconomico.gov.it/images/stories/normativa/Circolare_TAG%202_Rev_M_C.pdf).

la s.r.l. incontra, godendo di benefici che otterrebbero solo con la più rigida e controllata s.p.a., forma di cui hanno deciso di non servirsi.

L'assenza di controlli in una qualsiasi di queste fasi non può condividersi, né giustificarsi. La maggior parte dei requisiti fissati dai d.l. n. 179/2012 e d.l. n. 3/2015 sarebbero verificabili con un'adeguata tenuta delle scritture contabili. Un ufficio all'uopo preposto o un più penetrante controllo affidato al collegio sindacale potrebbero costituire una prima barriera contro elusioni della disciplina e ridurre almeno in parte quella sconfinata libertà riconosciuta nell'acquisizione della qualifica, riportando un barlume di oggettività nel sistema.

Alla luce di tali deroghe, sarebbe necessario un intero ripensamento della disciplina s.r.l. da parte del legislatore. Quando alla società nella forma s.r.l. viene infatti concessa l'applicazione di previsioni tipiche della s.p.a. si dovrebbe sempre porre attenzione ai problemi che conseguentemente si generano (e che saranno affrontati dettagliatamente nel proseguo della trattazione).

Un punto merita comunque di essere ribadito, data la sua centralità. Nel momento in cui la società s.r.l. conosce l'apertura al mercato, la categorizzazione delle partecipazioni, la possibilità ancorché limitata di operazioni sulle proprie quote, il modello viene snaturato dai principi base che guidarono la riforma del d.lgs. n. 6/2003.

Una maggiore apertura della compagine sociale richiede sempre e necessariamente, secondo i criteri fondanti del nostro ordinamento e nel rispetto della stessa certezza del diritto, una minore autonomia. Infatti in queste ipotesi la società, sempre più aperta, con le proprie decisioni coinvolge e stravolge gli interessi dei terzi, i quali non godono normalmente delle stesse informazioni dei soci, data la naturale asimmetria informativa per cui chi amministra e gestisce sa più di chi può fare affidamento sui soli documenti (di cui *in primis* il bilancio). Il problema, presente anche nella s.p.a. e in questa risolto con i numerosi vincoli e tutele imposti capillarmente dal legislatore, rimane aperto nella s.r.l., per la sua struttura più debole. Ed anzi si acutizza considerando lo svuotamento della funzione garantisca e del significato stesso del capitale sociale operato dagli inter-

venti normativi degli ultimi anni ¹⁶ (per una disamina dettagliata dell'argomento V. *supra* cap. II, par. 1).

Tale pericolo non tocca solo i soggetti terzi rispetto alla società, ma anche quegli investitori che potrebbero ricoprire il ruolo di soci di minoranza o generalmente non esercitanti il controllo ¹⁷ e che, per una serie di vicissitudini sociali, potrebbero trovarsi intrappolati in una s.r.l. chiusa con quote categorizzate prive di voto. Anche per tali soggetti nella s.p.a. sono apprestate apposite tutele che difettano nella s.r.l., data la diversa *ratio* ispiratrice sottesa alla riforma del 2003 basata sull'attivismo sociale. Il problema dell'assenteismo sociale non si ritrovava nel progetto originario della s.r.l., perché completamente estraneo alla stessa ragione che avrebbe portato i soci ad adottare questo modello. Eppure, se negli anni futuri si avrà una diffusione crescente di s.r.l. start up e PMI innovative, sarà uno dei quesiti che la normativa si troverà costretta ad affrontare e risolvere.

Forse, come si sosterrà anche nei paragrafi successivi, prima di intervenire tanto in profondità su questo bilanciato modello societario, il nostro legislatore si sarebbe dovuto interrogare più attentamente su quali fossero i criteri cardine dell'ordinamento e su quali criticità avrebbe aperto l'introduzione di deroghe permanenti nella s.r.l. La pressione delle *lobbies*, della crisi economica inarrestabile e degli altri attori internazionali hanno spinto ad una serie di manovre che si innestano sul sistema incoerentemente rispetto alla struttura societaria italiana,

¹⁶ Si ricordano tra gli altri A. MAMBRIANI “*La società a responsabilità limitata con capitale sociale inferiore ad euro 10.000,00*”, in *Il Nuovo Diritto delle Società*, n. 4/2015 e O. CAGNASSO “*Le novità relative alla s.r.l.*”, in *Il Nuovo Diritto delle Società*, n. 9/2015 (il quale parla di “scelta di prevedere un capitale simbolico, ma ‘a formazione progressiva’” pag. 10). E per un approfondimento V. *supra* cap. II, par. 1.

¹⁷ Analogamente alla relazione che deve sussistere tra autonomia e chiusura societaria, anche nella stessa compagine sociale non bisogna perdere di vista il rapporto basilare tra rischio e potere, in forza del quale “chi ha una maggiore partecipazione al capitale sociale e più rischia, ha maggiore potere decisionale” (L. SALVATORE, “*Le startup innovative tra dato normativo e prassi contrattuali*”, op. cit., pag. 21). E la questione è già stata ampiamente dibattuta in merito all'applicazione analogica dei limiti della s.p.a. alle categorie di quote introdotte nella s.r.l. (V. *supra* cap. II, par. 2.1).

con lacune normative e vuoti che aprono pericolosamente al rischio di un vero e proprio arbitraggio normativo¹⁸. Il quadro risultante dalle riforme del decreto crescita *bis* e dell'*investment compact* è del tutto frammentato, privando il Paese di quella certezza giuridica che è il principio di ogni ripresa economica¹⁹. Sarebbe forse stata più adeguata una revisione del modello societario, aggiungendo parallelamente alle deroghe anche quei vincoli sui quali il legislatore ha taciuto e che la dottrina dovrà colmare.

2. IL RAPPORTO TRA RISCHIO E POTERE.

Come osservato nei precedenti capitoli di questo elaborato (V. *supra* cap I, par. 1), dalla riforma del d.lgs. n. 6/2003 la s.r.l. è stata costruita nei suoi tratti principali per assimilazione con le società di persone²⁰, mantenendo tuttavia una

¹⁸ Come osservato anche da P. BENAZZO “*La s.r.l. start-up innovativa*”, op. cit.

¹⁹ La certezza nelle regole da applicare e la trasparenza che ne consegue sono le fondamenta di ogni valido ordinamento giuridico ed usualmente sono auspicabili per la creazione di una florida situazione economica. Un sistema societario ormai tanto confusionario rischia di andare a contraddire proprio l'intento del Governo di creare un sistema normativo adeguato per lo sviluppo dell'imprenditoria e dell'innovazione. Le incertezze degli interventi legislativi trasportano sul piano giuridico le difficoltà e le insicurezze economiche che dovrebbero invece debellare. D'altronde, spesso si è osservato come le norme riflettano la società in cui si applicano. Ed erano convinti di tale principio anche rinomati scrittori quali Balzac e Stendhal, che erano soliti servirsi del codice civile francese per l'ispirazione delle proprie opere, sostenendo che nelle parole del testo giuridico si nascondesse tutta la società civile (e per un approfondimento si rimanda a S. PIETRI, “*Balzac, le texte et la loi*”, in *Studi Francesi*, 172 (LVIII | I) 2014, pagg. 163-164).

²⁰ “Essa [n.d.A. la s.r.l.] si caratterizza invece come una società personale la quale perciò, pur godendo della responsabilità limitata (che del resto, dopo la generale ammissibilità della società unipersonale a responsabilità limitata, non può più ritenersi necessariamente presupporre una rigida struttura organizzativa di tipo corporativo), può essere sottratta alle rigidità di disciplina richieste per la società per azioni.” (così CONSIGLIO DEI MINISTRI, *Relazione al D.Lgs. n. 6/2003, Riforma organica della disciplina delle società di capitali e società cooperative, in attuazione della legge 3 Ottobre 2001, n. 366*, op. cit., pag. 35).

serie di vantaggi tipici delle società di capitali (di cui il più significativo è la responsabilità patrimoniale limitata dei soci).

Questa peculiare scelta legislativa ha comportato delle conseguenze precise nella delineazione della disciplina generale di questo modello sociale. Si tratta di previsioni eterogenee, che toccano i diversi aspetti della vita della compagine sociale e vanno dal capitale minimo richiesto, decisamente inferiore alla s.p.a. (originariamente nel periodo *post* riforma fissato a 10.000 euro a fronte di quello di 120.000 richiesto per la società per azioni ²¹). Nei due modelli societari è stata diversamente articolata anche la composizione dell'organo di controllo (che si ricorda non dovrà essere necessariamente un organo nella s.r.l. ²²). E merita sicuramente un cenno anche il diverso impianto amministrativo. L'art. 2475 ²³ cod. civ. è chiarissimo: nella s.r.l. i soci scelgono i propri amministratori anche tra lo-

²¹ In materia di s.p.a. infatti nel testo vigente al 1 Gennaio 2004 (giorno di entrata in vigore della disciplina del d.lgs. n. 6/2003) l'art. 2327 cod. civ. recitava: "La società per azioni deve costituirsi con un capitale non inferiore a centoventimila euro.". Si ricorda che l'ammontare minimo del capitale sociale delle s.p.a. è stato oggi più che dimezzato, essendo fissato a 50.000 euro.

Per le s.r.l. invece si può fare riferimento alla formulazione dell'art. 2463 cod. civ. "La società può essere costituita con contratto o con atto unilaterale. L'atto costitutivo deve essere redatto per atto pubblico e deve indicare: [...] 4) l'ammontare del capitale, non inferiore a diecimila euro, sottoscritto e di quello versato [...]". Si ricorda in ogni caso che oggi sono ammesse s.r.l. con capitale inferiore ai 10.000 euro e superiore ad 1 euro, salvo alcuni limiti che incontrano essenzialmente in materia di riserve legali. Anche in questo caso si rinvia sopra nel testo di questo elaborato per l'analisi dei successivi interventi normativi che per le s.r.l. hanno ridotto il capitale minimo richiesto ad un euro. (V. *supra* cap. II, par. 1)

²² La disciplina dei controlli è già stata oggetto di analisi in questo elaborato. V. *supra* cap. I, par. 1, nota n. 15.

²³ Così recita l'articolo in esame al primo comma: "Salvo diversa disposizione dell'atto costitutivo, l'amministrazione della società è affidata a uno o più soci nominati con decisione dei soci presa ai sensi dell'articolo 2479.".

Da tale articolo, in combinato disposto con l'art. 2479 cod. civ. ("In ogni caso sono riservate alla competenza dei soci [...] la nomina, se prevista nell'atto costitutivo, degli amministratori", comma secondo), si ricava che, potendo gli amministratori della s.r.l. essere eletti per un tempo indeterminato, la loro nomina può essere contenuta nello stesso atto costitutivo. Questo è solo uno dei tanti esempi della totale autonomia rimessa ai soci all'interno di tale modello.

ro stessi. Previsione non scontata se si considera che la nomina degli amministratori nella s.r.l. non è *ex lege* a tempo determinato. Si presenta così la concreta possibilità di soci-amministratori a vita, ipotesi tutt'altro che remota se si riflette sul *management* familiare che domina il sistema economico italiano²⁴. La situazione è profondamente diversa nella s.p.a., dove l'art. 2380 *bis* cod. civ.²⁵ detta una disciplina che non solo sancisce un piena autonomia tra amministratori ed assemblea, ma introduce *ex lege* la possibilità che anche i non soci siano scelti come amministratori. La carica non è inoltre a tempo indeterminato²⁶.

Le diverse previsioni che dominano i due modelli societari sono la miglior espressione del diverso atteggiarsi dell'autonomia statutaria, decisamente rafforzata nell'ambito della s.r.l. e costretta a soffrire meno vincoli legislativi di quanto invece avvenga nella s.p.a. D'altronde tale depotenziata disciplina nei controlli e

²⁴ Il problema rappresenta una delle maggiori criticità dell'economia del nostro Paese, caratterizzato da PMI prevalentemente a conduzione familiare con amministratori che raramente hanno la competenza necessaria, come sottolineato anche dall'ISTAT (V. *supra* cap. II, par. 1). Considerazioni che diventano ancora più gravi laddove si rifletta non solo sul numero di PMI presenti in Italia (che sono stimate intorno all'86% delle imprese, V. *supra* cap I, par. 1, nota n. 17), ma anche sui dati dell'occupazione. Se infatti l'Italia condivide con altri Paesi, come la Germania, la piccola dimensione, presenta tuttavia uno dei più elevati livelli di occupati nella piccola impresa rispetto alla media europea.

²⁵ Recitano infatti i primi due commi dell'art. 2380 *bis*: “La gestione dell'impresa spetta esclusivamente agli amministratori, i quali compiono le operazioni necessarie per l'attuazione dell'oggetto sociale. L'amministrazione della società può essere affidata anche a non soci.”. Si evince il diverso tenore letterale di tale norma rispetto all'art. 2479 in materia di s.r.l.

²⁶ Il secondo e terzo comma dell'art. 2383 sanciscono: “*Gli amministratori non possono essere nominati per un periodo superiore a tre esercizi, e scadono alla data dell'assemblea convocata per l'approvazione del bilancio relativo all'ultimo esercizio della loro carica. Gli amministratori sono rieleggibili, salvo diversa disposizione dello statuto, e sono revocabili dall'assemblea in qualunque tempo, anche se nominati nell'atto costitutivo, salvo il diritto dell'amministratore al risarcimento dei danni, se la revoca avviene senza giusta causa.*” (enfasi aggiunta).

Risulta chiaro nelle parole del legislatore la non infinita durata della carica sociale: dopo tre esercizi l'amministratore decade. Potrà, salvo diversa previsione statutaria o decisione assembleare, essere rieletto, ma la situazione è profondamente diversa dalla s.r.l. dove il socio-amministratore non decade mai dalla propria carica automaticamente allo scadere di un certo intervallo temporale.

nei limiti si lega a quel maggiore attivismo sociale propagandato dal legislatore come punto focale dell'intera s.r.l. così come riformata dal d.lgs. n. 6/2003²⁷. Al centro di quel delicatissimo ecosistema giuridico che è la s.r.l. si pone il socio con la sua persona, le sue doti individuali e il suo inevitabile interessamento alla vita della compagine di cui è parte attiva e mai passiva. Nella s.r.l. i controlli trovano la propria base sempre in un impulso iniziale che viene dai soci, talvolta per l'intervento del singolo talvolta di un gruppo più corposo²⁸.

Non è dunque il legislatore a dettare regole chiare, puntuali e stringenti per proteggere l'investimento (in denaro, tempo, competenza) che il socio fa nella società a responsabilità limitata, ma sarà compito del socio stesso controllare, curare e garantire la lunga vita e il ritorno economico della propria partecipazione e della società. Non regole pubbliche, ma un'autonomia privata che si erge e travalica i limiti della s.p.a., aprendo alla libertà sociale che tocca la vetta massima nella s.r.l. rispetto alle altre società di capitali. E questo peculiare tratto è sicuramente uno dei motivi principali della fioritura del modello²⁹. Il sistema depoten-

²⁷ “[...] dall'altro il tipo societario della società a responsabilità limitata, in quanto caratterizzato dalla partecipazione personale dei soci, presuppone una loro presenza attiva nella vita della società” (CONSIGLIO DEI MINISTRI, *Relazione al D.Lgs. n. 6/2003, Riforma organica della disciplina delle società di capitali e società cooperative, in attuazione della legge 3 Ottobre 2001, n. 366, op. cit., pag. 40*).

E in tal senso anche M. CIAN “*Le start-up innovative a responsabilità limitata: partecipazioni, altri rapporti partecipativi e nuovi confini del tipo*”, in *Nuove Leggi Civili Commentate*, n. 6/2014, che parla della s.r.l. come di una “formula organizzativa comune, imperniata sull'individualità (quando non sulla personalizzazione) delle quote e sul diretto coinvolgimento di ciascun partecipante nella vita sociale” (pag. 1179).

²⁸ Può ad esempio essere iniziata dal singolo socio l'azione di responsabilità nei confronti degli amministratori (art. 2476 cod. civ.), così come possono essere impugnate le delibere assembleari invalide (art. 2479 *ter* cod. civ.).

²⁹ Dalle risultanze della Camera di Commercio di Milano in Italia è presente un totale di 1.436.744 società a responsabilità limitata, a fronte di 513.195 società in nome collettivo, 492.013 società in accomandita semplice e 74.441 società semplici. Si ricorda - come già precisato nel primo capitolo di questo scritto - che le s.p.a. totalizzano la cifra di 44.215. Le società in accomandita per azioni sono appena 142. I dati sono estratti dal sito <http://www.mi.camcom.it/database-societario>, con riferimento alla *Macroestrazione societaria*

ziato nei controlli pubblici e nella trasparenza sociale verso i membri e i terzi trovava il suo perfetto equilibrio nella chiusura sociale e nel controllo operato anche dai soci, congiungendo per tale via il rischio dell'investimento al potere che deriva dalla quota.

L'assetto delineato nel d.lgs. n. 6/2003 è d'altronde confermato anche dalla disciplina dei diritti particolari dei soci, contenuta nell'art. 2468 cod. civ., che mostra come l'autonomia privata possa modellare la compagine sociale e le quote in base alle proprie specifiche e mutevoli esigenze³⁰. La standardizzazione ed oggettivazione portata avanti con il decreto crescita *bis* e con l'*investment compact* ha introdotto - come analizzato (V. *supra* cap. II, par. 2.) - la possibilità di emettere categorie di quote e di offrire il capitale di rischio presso il pubblico tramite i portali *online* e lo strumento dell'*equity-based crowdfunding*. All'occhio dello studioso si palesa un pericolo insito in queste riforme, laddove non vengano introdotti alcuni correttivi.

La collocazione presso soggetti potenzialmente molto numerosi di strumenti del tutto standardizzati e categorizzati rischia di traslare nella s.r.l. la dicotomia tipica delle *public companies* americane³¹. Facendo riferimento all'esperienza

al 31 Dicembre del 2014 (l'ultima disponibile), "Q01RI – Le consistenze generali delle società iscritte al Registro Imprese".

³⁰ "[...] si è ritenuto coerente con le caratteristiche personali del tipo societario della società a responsabilità limitata da un lato non prevedere la possibilità di categorie di quote, che implicherebbe una loro oggettivazione e quindi una perdita del collegamento con la persona del socio richiesta dal primo comma, lettera a), art. 3 della legge di delega, dall'altro consentire con il quarto comma dell'art. 2468 che l'atto costitutivo preveda l'attribuzione a singoli soci, quindi in considerazione della loro posizione personale, particolari diritti concernenti sia i poteri nella società sia la partecipazione agli utili." (CONSIGLIO DEI MINISTRI, *Relazione al D.Lgs. n. 6/2003, Riforma organica della disciplina delle società di capitali e società cooperative, in attuazione della legge 3 Ottobre 2001, n. 366*, op. cit., pag. 36).

³¹ Per la problematica si rimanda all'attenta analisi storica del sistema statunitense, con particolare *focus* sui problemi derivanti dall'assenteismo sociale, compiuta da B. R. CHEFFINS, "The History of Corporate Governance", in *Oxford Handbook of Corporate Governance*, Mike Wright, Donald Siegel, Kevin Keasey e Igor Filatotchev, eds. Oxford University Press 2013, University of Cambridge Faculty of Law, Research Paper n. 54/2012, ECGI - European Corpo-

delle società quotate statunitensi si possono rinvenire due categorie di soci, che potremmo per semplicità espositiva etichettare quali soci-imprenditori e soci-investitori³².

I primi sono solitamente molto attivi nella vita della società, interessandosi degli aspetti gestionali ed esercitando un controllo e monitoraggio continuo. Si tratta, in altre parole, di coloro che effettivamente gestiscono la società, nominandone gli amministratori e vigilando sul loro operato, non limitandosi ad essere spettatori passivi delle attività sociali.

Al contrario i soci-investitori, come il nome stesso suggerisce, benché partecipanti al rischio d'impresa, sono di solito scarsamente interessati agli aspetti gestionali e considerano piuttosto l'investimento come un'attività di portafoglio da cui ottenere una remunerazione, misurata in termini di utili distribuiti o rivendita della partecipazione. Sono quindi soci passivi, che spesso andranno ad incrementare la massa degli assenteisti, non essendo veramente coinvolti nell'amministrazione della società e possedendo talvolta partecipazioni irrisorie in un mercato dominato da un azionariato diffuso.

La soggezione dei soci-investitori alle decisioni dei soci-imprenditori non suscita nella s.p.a. gli stessi rischi della s.r.l. Infatti, le s.p.a. presentano normalmente una struttura corporativa tesa proprio a proteggere la minoranza e i soci meno interessati alla gestione (misure del resto rafforzate nel caso si tratti di società quotate), mentre un tale apparato è assente nelle s.r.l.

Altra criticità da considerare è proprio l'assenteismo, di cui i soci-investitori sarebbero i maggiori portatori. Sarebbe un problema modulabile in una società quotata, dove meccanismi quali la *record date* e le azioni a voto

rate Governance Institute Law Working Paper n. 184/2012 (disponibile *online* all'indirizzo http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1975404).

³² E si tratta di terminologia largamente in uso, per la quale tra gli altri V. AIFI - ASSOCIAZIONE ITALIANA DEL PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL, in collaborazione con FRESH-FIELDS BRUCKHAUS DERINGER, "*Private Equity e corporale governance delle imprese*", COMMISSIONE CORPORATE GOVERNANCE (a cura di), liberamente consultabile sul sito istituzionale Aifi all'indirizzo www.aifi.it/?wpdmact=process&did=OTA2LmhvdGxpbnms=.

maggiorato potrebbero incentivare una maggiore partecipazione sociale. Ma è intuitivo che si tratta di strumenti non compatibili con la s.r.l. Ed altrettanto evidente è l'assenza di ogni considerazione di assenteismo nella disciplina del modello, fondato sull'attivismo³³ e quindi agli antipodi rispetto al problema considerato. La soluzione che allora si palesa è biforcata: da un lato inventare nuovi strumenti che involino i soci-investitori a partecipare, erodendo però inevitabilmente il controllo dei soci-imprenditori e rischiando un rafforzamento della chiusura della società; dall'alto lato, si potrebbe ipotizzare un penetrante intervento pubblico, che vada ad annullare la maggior parte delle differenze tra le s.r.l. start up e PMI innovativa e le s.p.a. Tuttavia la completa assenza di previsioni legislative sembra voler mantenere queste distinzioni, dimenticando che la società è sempre una *fictio iuris*, nella quale bisogna rafforzare le tutele dei terzi con mezzi quali il patrimonio (ormai scomparso nelle s.r.l.) e informazioni specifiche (per le quali manca una qualsiasi disposizione).

Dalle prime osservazioni svolte in questo paragrafo si è visto come il decreto crescita *bis* e l'*investment compact* abbiano incrinato il rapporto tra rischio e potere. L'unico modo per risanarlo è riflettere su quali misure cautelative siano rimaste ai soci e quali sia opportuno introdurre per il futuro.

2.1. LE “NUOVE” QUOTE TRA VOTO, GESTIONE E CONTROLLO.

³³ Oltre a richiamare le parole del legislatore stesso nella *Relazione al D.Lgs. n. 6/2003, Riforma organica della disciplina delle società di capitali e società cooperative, in attuazione della legge 3 Ottobre 2001, n. 366*, op. cit. (V. *supra* cap. III, par. 1, nota n. 27), si può ricordare anche L. SALVATORE “*Le start up innovative tra dato normativo e prassi contrattuale*”, op. cit., che sottolinea come nella s.r.l. il socio non possa essere paragonato ad “un mero ‘sacco di denaro’ fungibile” (pag. 30), cosa che avviene invece nella s.p.a., ma debba necessariamente essere un soggetto attivo nella compagine, essendo questo il fondamento del tipo societario in discussione.

Nel secondo capitolo di questo scritto si sono analizzate le deroghe introdotte agli artt. 2468 e 2479 cod. civ.³⁴ dal decreto crescita *bis* e successivamente riprese dall'*investment compact*, che permettono alle s.r.l. start up o PMI innovative l'emissione di categorie di quote. Si è inoltre osservato come i decreti in esame hanno riconosciuto il potere alla compagine sociale di introdurre quote a voto limitato, *sub condicione*, non proporzionale alla partecipazione o addirittura del tutto escluso.

Inoltre, riferendosi alle posizioni giuridiche che costituiscono il contenuto delle categorie di quote, il testo legislativo fa generico riferimento a dei "diritti diversi" (art. 26, d.l. n. 179/2012, comma secondo), con terminologia *prima facie* più ampia di quella codicistica che prevede la possibilità di attribuire "particolari diritti riguardanti l'amministrazione della società o la distribuzione degli utili" (art. 2468 cod. civ.). Tuttavia la disposizione del codice civile è stata da tempo oggetto di interpretazione estensiva da parte di dottrina e giurisprudenza³⁵, vani-

³⁴ Si ricorda che gli articoli citati disciplinano da un lato le quote della società a responsabilità limitata, la possibilità di dotare le partecipazioni di diritti particolari conferiti al singolo socio e l'assenza di categorie di quote (art. 2468), dall'altro il divieto di operazioni da parte della s.r.l. sulle proprie quote (art. 2474).

³⁵ Per la giurisprudenza V. CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, massima n. 39 del 19 Novembre 2004 (disponibile all'indirizzo <http://www.consiglionotarilemilano.it/documenti-comuni/massime-commissione-societa/39.aspx>), che con estrema chiarezza espositiva afferma: "possono avere ad oggetto materie non strettamente 'riguardanti l'amministrazione della società o la distribuzione degli utili', cui espressamente si riferisce la norma, bensì ulteriori 'diritti diversi', dovendosi ritenere concessa all'autonomia negoziale, al pari di quanto dispone l'art. 2348 c.c. per la s.p.a., la facoltà di 'liberamente determinare il contenuto' delle partecipazioni sociali, 'nei limiti imposti dalla legge'".

Per la dottrina si rinvia a due autorevoli testi. V. R. SANTAGATA "*I diritti particolari dei soci*", in "*S.r.l. Commentario*", A. A. DOLMETTA e G. PRESTI (a cura di), ed. Giuffrè Editore, 2011, secondo cui il riferimento dell'art. 2468 cod. civ., comma quarto, è esemplificativo e non tassativo.

Ed è favorevole ad un'interpretazione estensiva anche G. ZANARONE, "*Della società a responsabilità limitata*" in *Il codice civile. Commentario*, ed. Giuffrè Editore, 2010, il quale sostiene che se si accettasse un'interpretazione strettamente letterale "non vi sarebbe spazio per l'attribuzione di diritti ulteriori rispetto a quelli testè nominati, con una conseguente penalizzazione della s.r.l. rispetto alla s.p.a. sul piano della diversificazione fra i soci (del tutto inspiega-

ficando per tale via una vera differenza sostanziale nei contenuti rispetto alle previsioni introdotte con il decreto crescita *bis* e con l'*investment compact*.

La vera distinzione che così residua tra i diritti particolari e le categorie di quote risiede nella diversa disciplina della circolazione, essendo i singoli diritti ancorati alla persona del socio (e per un'analisi dettagliata V. *supra* cap. I, par. 2.1). Al contrario le categorie trasportano con sé i diritti che attribuiscono, non essendo necessario alcun consenso dei soci per raggiungere tale obiettivo³⁶. Questa è la reale innovativa possibilità introdotta dal legislatore del 2012 e del 2015.

L'introduzione di una tale deroga - nell'opinione della scrivente - avrebbe dovuto essere accompagnata da altre previsioni, che ne stabilissero i limiti, le modalità operative e le tutele rimaste ai soci con quote a voto limitato (o persino

bile, stante il più volte evocato rilievo che la persona del socio assumerebbe nella prima, e attesa dunque l'esigenza di far corrispondere in essa, alle caratteristiche peculiari di ciascuno, posizioni giuridiche altrettanto peculiari). Tuttavia, una valutazione più ponderata della disposizione - ispirata al noto principio per cui le norme di un decreto legislativo, qual è quello che ha novellato la disciplina codicistica delle società di capitali, vanno interpretate alla luce dei principi e criteri direttivi contenuti nella legge di delega - sembra autorizzare una lettura estensiva delle suddette locuzioni, atteso che uno dei menzionati criteri direttivi è quello, appena ricordato, dell'art. 3, comma 2°, lett. *f*, evocante un ampliamento dell'autonomia statuta in ordine, tra l'altro, al contenuto della partecipazione, e dunque anche ai diritti dei soci, generali o particolari che siano." (pag. 524).

³⁶ Ed infatti la possibilità di creare dei "gruppi omogenei" di diritti nella s.r.l. era stata già accolta da parte della dottrina. V. R. SANTAGATA "I diritti particolari dei soci", in "S.r.l. Commentario", A. A. DOLMETTA e G. PRESTI (a cura di), ed. Giuffrè Editore, 2011, che scrive: "Certo, altro è incorporare i diritti particolari nella partecipazione sociale, altro è configurare clausole statutarie attributive di simili prerogative a gruppi omogenei di soci che, benché inizialmente indefiniti, possono identificarsi *per relationem* in base a prefissati indici e requisiti oggettivi previsti dallo statuto (ad esempio, sussistenza di un rapporto lavorativo con la società): questa seconda opzione, ben lungi dal contrastare, valorizza il rilievo delle persone dei soci e torna utile soprattutto nelle S.r.l. artigiane, ove rende possibile associare determinati 'privilegi' alla qualifica di socio." (pag. 286).

Per tale via veniva a ricrearsi nella s.r.l. un istituto analogo sotto certi aspetti alle categorie, con l'unica significativa differenza del regime di circolazione. Era proprio questa restrizione d'altronde che permetteva all'istituto di inserirsi ed innescarsi sul modello codicistico, rispettandone i limiti e i vincoli, e garantendo soci e terzi.

escluso). Con i diritti particolari la s.r.l. poteva sfruttare l'autonomia lasciatale dal legislatore per configurare la sua struttura secondo le proprie esigenze anche, e soprattutto, di gestione societaria³⁷. Tale possibilità è oggi sicuramente ampliata per le s.r.l. start up o PMI innovative a seguito dell'introduzione di categorie di quote, ma presenta inevitabilmente altri problemi.

Infatti, si potrebbe venire a creare un sistema di *governance* paradossale in cui i soci che investono cifre significative nella società siano tuttavia sprovvisti del diritto di voto o possano intervenire solo in alcune delibere con un *vulnus* di tutele soprattutto per il risparmiatore poco esperto³⁸. L'emissione di categorie di quote a voto limitato od escluso creerebbe nella s.r.l. due tipi di partecipazioni, e con esse due tipi di soci.

Da un lato, gli esaminati soci-imprenditori, con quote non standardizzate, ma legate alla persona. Dall'altro lato, i soci-investitori, con quote categorizzate e diversamente modulate nei diritti conferiti³⁹. Nonostante il non coinvolgimento di questi ultimi soggetti nella gestione societaria, nei loro confronti si dovrebbe comunque applicare la disciplina del controllo nelle s.r.l. con l'attiva vigilanza richiesta.

³⁷ “Ma le più evidenti potenzialità dei diritti particolari dei soci attengono all'assetto organizzativo dell'impresa: rendendo possibile un'attività di direzione e coordinamento più fluida, tali diritti favoriscono l'annessione della S.r.l. a gruppi o la sua partecipazione ad accordi di collaborazione (*joint-ventures*) grazie ai quali le piccole e medie imprese acquistano la dimensione ottimale sullo specifico mercato in cui operano.” (R. SANTAGATA “*I diritti particolari dei soci*”, in “*S.r.l. Commentario*”, A. A. DOLMETTA e G. PRESTI (a cura di), ed. Giuffrè Editore, 2011, pag. 285).

³⁸ Ed è quanto si rinviene anche nelle critiche avanzate da M. CIAN, “*Le start-up innovative a responsabilità limitata: partecipazioni, altri rapporti partecipativi e nuovi confini del tipo*”, in *Nuove Leggi Civili Commentate*, n. 6/2014. Richiamandone un'espressione particolarmente felice osserva come con le categorie sia possibile dosare “non solo i diritti patrimoniali, ma anche quello di voto, dando vita a partecipazioni da questo punto di vista ‘silenziose’ e dunque inoffensive per i soci di controllo”. (pag. 1179).

³⁹ In tal senso anche M. CIAN “*Società start-up innovative e pmi innovative*”, op. cit. e G. D. MOSCO “*Le srl e il loro doppio*”, op. cit.

Un primo tentativo di limitarne i rischi della nuova disciplina è stato fatto dalla dottrina tramite la proposta di applicazione analogica dei limiti previsti nell'ambito della s.p.a. anche alle s.r.l. start up o PMI innovative che emettano strumenti depotenziati nel voto ⁴⁰. La *ratio* dell'applicazione estensiva è la necessità di rispettare l'equilibrio tra rischio e potere, per cui non si può privare completamente di diritti e facoltà colui che partecipa al capitale sociale. Colui che investe di più deve essere in grado di esercitare un controllo maggiore, finendosi altrimenti con lo svuotare di contenuto uno dei principi cardine dell'ordinamento societario italiano.

Un secondo problema attiene all'opportunità di applicare a queste società per analogia non solo i limiti sanciti dall'art. 2351 cod. civ. nella s.p.a., bensì l'intera disciplina delle categorie di azioni. Si è in particolare sviluppato un ampio e contrapposto dibattito dottrinale circa la necessità o meno della presenza di un'assemblea per ogni categoria di soci ⁴¹, tesi tuttavia ancora dibattuta in dottri-

⁴⁰ Per una trattazione approfondita V. *supra* cap. II, par. 2.1.

Si dichiarano favorevoli ad un'applicazione analogica dei limiti *ex art.* 2351 cod. civ. L. SALVATORE, “*Le start-up innovative tra dato normativo e prassi contrattuale*”, op. cit., muovendo proprio dal rapporto tra rischio e potere, e P. BENAZZO “*La s.r.l. start up innovativa*”, op. cit.

Mantengono invece una posizione più dubbiosa M. MALTONI e P. SPADA “*L'impresa start-up innovativa costituita in società a responsabilità limitata*”, op. cit., contrari ad un'applicazione analogica *telles quelles* dell'art. 2351, osservando l'opportunità di considerare anche le caratteristiche proprie della s.r.l. e la maggiore elasticità che il legislatore le ha concesso.

Infine V. M. CIAN, “*Società start-up innovative e pmi innovative*”, op. cit, che svolge un'utile digressione sulla non applicabilità prima del d.l. n. 3/2015 e sulla ormai necessaria applicazione dopo l'*investment compact*.

⁴¹ L'art. 2376 cod. civ. infatti stabilisce: “Se esistono diverse categorie di azioni o strumenti finanziari che conferiscono diritti amministrativi, le deliberazioni dell'assemblea, che pregiudicano i diritti di una di esse, devono essere approvate anche dall'assemblea speciale degli appartenenti alla categoria interessata. Alle assemblee speciali si applicano le disposizioni relative alle assemblee straordinarie. Quando le azioni o gli strumenti finanziari sono ammessi al sistema di gestione accentrata la legittimazione all'intervento e al voto nella relativa assemblea è disciplinata dalle leggi speciali.”.

na per cui “lo statuto [*rectius* l’atto costitutivo] in tema di categorie di quote può sicuramente fare la differenza”⁴².

Di conseguenza la miglior soluzione per tutelare eventualmente i soci è quella di ricorrere a clausole *ad hoc*, da introdurre nell’atto costitutivo subordinando la loro operatività all’iscrizione della società nella sezione speciale del re-

Ed è particolarmente favorevole all’applicazione della disposizione anche alle s.r.l. start up e PMI innovative P. BENAZZO “*La s.r.l. start up innovativa*”, op. cit., che caldeggia la soluzione ritenendola la più appropriata per risolvere in radice i problemi connessi alla modifica del decreto crescita *bis* e dell’*investment compact*. La possibilità è comunque dibattuta in dottrina e lo stesso Autore esprime una serie di dubbi sull’esistenza o meno della lacuna normativa, interrogandosi se piuttosto non dovrebbe valere la nota regola *ubi lex voluit dixit, ubi noluit tacuit*. Non ritiene invece di ostacolo all’applicazione analogica l’art. 14 delle Preleggi al cod. civ. (“Le leggi penali e quelle che fanno eccezione a regole generali o ad altre leggi non si applicano oltre i casi e i tempi in esse considerati”) nella convinzione che si stiano esaminando norme speciali e non eccezionali.

Il ricorso all’analogia sembra preferibile anche per M. MALTONI e P. SPADA “*L’impresa start-up innovativa costituita in società a responsabilità limitata*”, op. cit., che osservano come due siano le norme fornite dal sistema giuridico alternativamente applicabili in questa ipotesi: l’art. 2468 cod. civ. e l’art. 2376 cod. civ. Per gli Autori si dovrà ricorrere all’art. 2376, stante il fatto che l’art. 2468 disciplina la sola ipotesi dei diritti particolari di singoli soci e non delle quote unitarie aventi contenuto identico tra loro ma diverso dalle altre. A sostegno della propria tesi osservano che si tratterebbe di una modifica filtrata da altra decisione e non diretta, come richiesto nell’art. 2468. Per questo gli autori concludono osservando “simmetria organizzativa e funzionale tra impresa start up innovativa s.r.l. e società per azioni sembra deporre per l’applicazione analogica ipotizzata.” (M. MALTONI e P. SPADA, “*L’impresa start-up innovativa costituita in società a responsabilità limitata*”, op. cit., pag. 11).

Non viene invece richiamata tale possibilità da A. BOLLETTINARI “*Le novità previste dal d.l. 3/2015: l’introduzione delle ‘piccole e medie imprese innovative’ e la modifica della disciplina della startup innovativa*”, in *Il Nuovo Diritto delle Società*, n. 4/2015, il quale si esprime invece a favore di altri limiti rinvenibili nei principi generali dell’ordinamento (dal divieto di patto leonino all’art. 2348 cod. civ.).

Anche M. CIAN “*Società start-up innovative e pmi innovative*”, op. cit., non prende una posizione netta sul punto, sostenendo che fosse impraticabile una tale estensione analogica sulla base del d.l. n. 179/2012 e sospendendo il proprio giudizio di fronte alle pmi innovative, che insieme agli interventi legislativi dell’ultimo quinquennio hanno creato un *corpus* completamente “disarticolato di regole” (pag. 980).

⁴² L. SALVATORE, “*Le start up innovative tra dato normativo e prassi contrattuale*”, in *Il Nuovo Diritto delle Società*, n. 19/2014, pag. 38.

gistro delle imprese dedicata alle start up o alle PMI innovative ⁴³, dotando così tali clausole anche di efficacia reale e non meramente obbligatoria.

Volendone analizzare i tratti peculiari, si tratta prevalentemente di clausole che attribuiscono specifiche tutele di fronte a determinate vicende societarie. Si presenteranno sotto forma di diritti amministrativi (solitamente prevedendo da parte dei soci-investitori la nomina di un amministratore specifico e il potere di veto di questo soggetto in determinate delibere) ⁴⁴, clausole di *tag* e *drag along* ⁴⁵, clausole di *lock up* (che limitando la possibilità di *exit* di alcuni soggetti si rivelano particolarmente utili nel caso delle start up laddove il successo di una determinata attività possa essere saldamente legato alle capacità personali e tecniche di un certo socio), clausole di preferenza nella distribuzione degli utili o dei

⁴³ Si ricorda infatti che la s.r.l. non potrà giovare delle deroghe legislative introdotte fino al momento in cui non ottenga la qualifica di start up o PMI innovativa. Tuttavia sarà possibile subordinare l'efficacia delle clausole all'iscrizione nella sezione speciale o all'emissione stessa di categorie di quote, nulla vietando che in un primo tempo la società scelga di non avvalersi di tali deroghe.

⁴⁴ Il potere di veto e l'intervento nella nomina degli organi di amministrazione e controllo costituisce sicuramente una delle vie preferenziali di tutela, permettendo ai soci della categoria di non veder sottovalutate le quote che detengono. La partecipazione di un proprio rappresentante alla gestione e alla *governance* societaria è indubbiamente una delle modalità più dirette e maggiormente efficaci che i soci di categoria possono sfruttare per proteggere i propri interessi e assicurare un'adeguata rappresentanza di essi, anche se la questione presenta profili di complessità esaminati più avanti in questo paragrafo.

In ogni caso la giurisprudenza si è pronunciata a favore della previsione di tali clausole nelle s.r.l., ammettendone la presenza nell'atto costitutivo. Si veda tra le altre CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, massima n. 73 del 22 Novembre 2005 (disponibile all'indirizzo www.consiglionotarilemilano.it/documenti-comuni/massime-commissione-societa/73.aspx). Le uniche limitazioni imposte si ravvisano nel caso in cui tali previsioni siano introdotte nelle società per azioni, data la diversa e più rigida disciplina legislativa sul punto.

⁴⁵ Per le caratteristiche della clausola di *tag along* V. *supra* cap. II, par. 2.2.

Il *drag along* consiste invece in un diritto di trascinarsi riconosciuto al socio, in forza del quale questi potrà obbligare gli altri detentori di quote a vendere la propria partecipazione ricorrendo a determinate condizioni. La presenza del *drag along* rimane comunque ancora legata ai patti parasociali, trovando solo negli ultimi anni un primo ingresso nell'atto costitutivo o nello statuto (per un approfondimento sul punto V. L. SALVATORE “*Le start up innovative tra dato normativo e prassi contrattuale*”, op. cit.).

proventi di determinate operazioni. In questo modo attraverso una costruzione complessa e raffinata, analoga alla preparazione di un composto alchemico, i soci-investitori potranno per via contrattuale ritrovare una parte delle tutele perse a livello imperativo legale.

Tuttavia non sempre questi soggetti saranno altamente qualificati e capaci di compiere una tanto sottile valutazione, né avranno sempre gli strumenti per comprendere cosa significhi realmente investire in una s.r.l. start up o PMI innovativa sia per i rischi legali e *deficit* di tutela sia per i pericoli economici. A seguito dell'introduzione dell'*equity-based crowdfunding* inoltre il risparmiatore comune, non dotato di particolari capacità finanziarie, potrà divenire socio di uno di questi enti. Ed è per questo motivo che un intervento legislativo in materia sarebbe quanto mai auspicabile, potendo risolvere parte dei contrasti e colmare quelle lacune a cui la dottrina da sola non può sopperire. Sembra che nella fretta di introdurre una disciplina su misura per le imprese italiane, il legislatore abbia dimenticato una parte cospicua dei principi basilari dell'ordinamento italiano, aprendo ad un'assoluta incertezza. La creazione del modello ibrido delle s.r.l. start up o PMI innovative, a metà strada tra i due principali tipi di società di capitali, solleva questioni ed interrogativi di difficile soluzione, che verrebbero acuiti e diventerebbero pressanti se le PMI innovative raggiungessero i numeri attesi alla vigilia del d.l. n. 3/2015⁴⁶.

Nella particolare disciplina derogata del decreto crescita *bis* e dell'*investment compact* sono proprio la gestione e la *governance* della società a presentare uno dei profili più critici. Infatti, come si è già accennato in precedenza, nelle s.r.l. solo i soci potranno ricoprire la carica di amministratori, salvo di-

⁴⁶ Si ricorda che l'aspettativa sollevata da alcuni era non inferiore ai 40.000 enti (V. G. MANCINI, "Fino a 40mila pmi innovative", op. cit.).

La scarsa accoglienza pratica della riforma ad un anno dalla sua introduzione è indice del fallimento di queste società ibride, probabilmente dovuto ad un mancato incontro tra la domanda dell'imprenditoria e l'offerta legislativa. La frammentarietà della normativa non ha sicuramente aiutato per una sua diffusione, data la tendenziale diffidenza della classe imprenditoriale italiana ad ogni apertura del capitale sociale.

versa previsione dell'atto costitutivo ⁴⁷. Il problema è acuitizzato dalla possibilità, perfettamente legittima in questo tipo societario, di nominare un unico amministratore o non istituire un consiglio di amministrazione, ricorrendo invece all'amministrazione disgiuntiva. I soci-imprenditori potrebbero facilmente essere essi stessi amministratori e curare direttamente, senza opposizione di nessun genere, i propri interessi e non quelli della società, proprio grazie (o a causa, guardando dall'ottica dell'obbligatoria attivazione sociale nel modello s.r.l.) dell'indifferenza dei soci-investitori. Si tratterebbe quindi di soci che non parteciperebbero all'amministrazione dell'impresa e manterrebbero un ruolo estraneo alla vita sociale. Ma l'essenza della figura del socio risiede proprio nel rischio che questo si assume nella società, a fronte del quale viene ricompensato con una serie di diritti e poteri. Questo rapporto viene meno nella s.r.l. start up o PMI innovativa. Bisognerebbe allora intervenire anche sulla disciplina dell'amministrazione di queste innovative s.r.l., prevedendo mandati temporali e sottraendo il relativo incarico ai soci stessi. In questo modo si sarebbe potuto risolvere anche il problema dell'attaccamento proprietario, soprattutto sotto il profilo del *management* ristretto alla famiglia. L'introduzione di soggetti esperti e l'esclusione dei soci dall'amministrazione sarebbe stato un vero passo avanti, ma avrebbe comportato una equiparazione sotto tale punto di vista delle start up e PMI innovative s.r.l. con la s.p.a. Da tale espressa previsione il legislatore si è al contrario astenuto nell'intera normativa, nonostante ne fosse rinvenibile la *ratio*.

Il problema - e qui risiede la grande differenza tra queste nuove qualifiche e le s.p.a. quotate - è nel tipo societario: la s.r.l. gode di una disciplina e di una struttura enormemente autonoma, dove l'unico presidio del socio passivo sarebbe... il suo attivismo. Qui si palesa il paradosso di questo modello ibrido costruito dal legislatore. Il sistema dei controlli nella s.r.l. è basato su un impulso, attivo e partecipe, che deve venire dal socio e non da altri. Se quello stesso socio, che è l'unico a potersi attivare per proteggere i propri interessi, non si cura della società, perché è semplicemente un piccolo risparmiatore, per il quale talvolta i costi

⁴⁷ Per una disamina dettagliata dell'art. 2475 cod. civ. V. *supra* cap. III, par. 2.

di controllo e gestione possono risultare anche più elevati del ritorno economico stesso⁴⁸, vi è un pericolo, forte e cogente.

Su questo punto dovrebbe intervenire il legislatore, il quale nella fretta di riformare il sistema societario italiano per incentivare l'innovazione, sembra aver dimenticato proprio l'importanza che l'unità e l'organicità rivestono nel quadro complessivo. Si rischia un vero e proprio intrappolamento del socio-investitore, incapace - anche volendolo - di intervenire efficacemente ed effettivamente nella vita sociale. Si dovrebbe prevedere una forma di rappresentanza di questi soci-investitori nell'amministrazione e una struttura di controlli attivabili anche da altri organi.

La situazione è resa ancor più critica dalla normale difficoltà di circolazione delle quote di una s.r.l., le quali non sono per loro natura liberamente scambiabili sul mercato dei capitali e sicuramente saranno ancor meno appetibili quando sia palese l'impossibilità di intervento sulla gestione e *governance* societaria. Persi i requisiti e tornati all'ordinario *status* codicistico, ancora una volta si avrebbero soci che effettivamente rischiano, ma non hanno alcun potere.

L'introduzione di categorie di quote voleva facilitare un'apertura delle piccole e medie imprese, ancora troppo ancorate alla dimensione familiare in un contesto che invece si fa sempre più globale. Si volevano incentivare⁴⁹ i soci

⁴⁸ Per un approfondimento sui costi diretti ed indiretti che il socio della s.r.l. dovrebbe sostenere alla luce delle nuove possibilità introdotte si rimanda a G. FERRARINI *"I costi dell'informazione societaria per le PMI: mercati alternativi, 'crowdfunding' e mercati privati"*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, n. 1/2013.

⁴⁹ Come apre il suo scritto M. CIAN *"Le start-up innovative a responsabilità limitata: partecipazioni, altri rapporti partecipativi e nuovi confini del tipo"*, op. cit.: "Tutti sanno che la disciplina delle start-up innovative, a dispetto del suo ampio perimetro di applicazione, coincidente con quello che racchiude l'area delle società di capitali, cooperative ed europee, è pensata, voluta e costruita fondamentalmente, per quel che ne riguarda la componente di diritto societario, per la società a responsabilità limitata." (pag. 1178).

E l'espressione può facilmente trovare applicazione anche nei confronti delle PMI innovative, dove anzi l'intervento risulta ancora più fortemente costruito esplicitamente per la s.r.l. a causa delle minori deroghe societarie generali (si ricorda che le deroghe fallimentari non trovano applicazione alle PMI innovative) e dell'assenza di una corposa parte dei privilegi fiscali.

originari, desiderosi di mantenere un controllo forte sull'ente, ad aprire il capitale, ad offrire questi nuovi strumenti sui portali *online* e ad abbandonare la chiusura tipica e sistemica della s.r.l. Tuttavia deroghe di questo tenore comportano una spersonalizzazione del modello societario.

Quello legislativo diviene quasi un tentativo di trasformare le società adottanti la qualifica *ex* d.l. n. 179/2012 e d.l. n. 3/2015 in sostanziali società per azioni, dominate tuttavia dall'autonomia statutaria e sottratte ad ogni più rigido controllo legale. Per nessuna di queste s.r.l. si introduce la necessità di un organo di controllo, per nessuna di esse vengono legislativamente estesi i limiti delle categorie di azioni né le relative tutele, per nessuna si prevede un regime pubblicitario cosciente e trasparente. L'unica ancora che rimane ai soci-investitori è la revisione legale dei conti, richiesta obbligatoriamente per fregiarsi della qualifica⁵⁰. Il legislatore ha cercato di introdurre, incurante dei basilari principi del diritto societario italiano, un modello ibrido con un profondo squilibrio tra rischio e potere.

L'unica tutela che sembra permanere è allora quella contenuta nell'atto costitutivo, ma la conseguenza è un'assoluta incertezza della disciplina. Servirebbe dunque un nuovo intervento legislativo che chiaramente stabilisca come colmare le lacune normative, applicando per esempio la disciplina delle categorie di azioni alle quote (richiedendo il voto della categoria pregiudicata dalle decisioni sociali), reintegrando il ruolo del capitale, riformando il modello amministrativo con una maggiore rappresentanza dei soci-investitori o ancora rafforzando il sistema dei controlli che invece nelle s.r.l. si è depauperato negli ultimi anni.

Tuttavia l'imprenditoria italiana ha sempre dimostrato un atteggiamento di maggior favore per il tipo s.r.l., dovuto in larga parte all'autonomia concessa ai soci. Sottrargliela può rivelarsi deleterio e di sicuro non sufficiente per convincere gli imprenditori ad optare per il più aperto modello della s.p.a. La forza della s.r.l. risiede nel suo svincolarsi da ogni schema imposto, ma questa caratteristica

⁵⁰ In tal senso depone il testo dell'art. 4 lett. b) del d.l. n. 3/2015 ed anche ASSONIME "Le imprese innovative", Circolare n. 6 del 22 Febbraio 2016, op. cit. (V. *supra* cap. II, par. 3.2).

non può sopravvivere nel momento in cui la società cessa sostanzialmente di essere una s.r.l. per diventare nei fatti una s.p.a.

2.2. TUTELE E RESTRIZIONI DELL'EQUITY-BASED CROWDFUNDING

I problemi sollevati dalle deroghe societarie concesse dai d.l. n. 179/2012 e d.l. n. 3/2015 non diminuiscono guardando alle forme di finanziamento che vengono introdotte per le s.r.l. start up o PMI innovative.

L'*equity-based crowdfunding* (per la cui disciplina V. *supra* cap. II, par. 2.2) apre il capitale della s.r.l. qualificata al pubblico risparmio, in maniera analoga a quanto avviene in una s.p.a. Interviene per tale via sull'idea della s.r.l. quale società chiusa, così delineata dalla riforma del d.lgs. n. 6/2003⁵¹, e solleva una serie di criticità.

Il soggetto che finanzia la s.r.l. start up o PMI innovativa rischia infatti di incorrere in alcuni pericoli, di cui si mostra cosciente la Consob. Non potendo tuttavia destrutturare il testo legislativo né modificarlo, la Commissione si preoccupa di porre alcuni paletti, che limitano di fatto le possibilità di finanziamento e cercano di fornire una - seppur minima - protezione all'investitore ed *in primis* al piccolo risparmiatore italiano. Si tratta di precise previsioni sull'importo delle operazioni e sulle somme amministrabili da parte dei gestori di portali di raccolta *online* non di diritto⁵², tesi a tutelare gli investitori non professionali, scaglionando l'informativa sulla base dell'ammontare del finanziamento.

Nel regolamento Consob sull'*equity-based crowdfunding*⁵³ è innanzitutto stabilito che i gestori di portali autorizzati non potranno concludere direttamente

⁵¹ Per un approfondimento dei caratteri fondanti la s.r.l. nel nostro ordinamento si rimanda *supra* cap. I.

⁵² Sono i c.d. gestori autorizzati, riprendendo il termine di E. FREGONARA "*Il crowdfunding: un nuovo strumento di finanziamento per le start up innovative*", op. cit.

Si tratta di soggetti diversi dai tradizionali intermediari finanziari (per una disamina approfondita V. *supra* cap. II, par. 2.2).

⁵³ È la delibera n. 18592/2013, così come modificata dalla delibera n. 19520/2016, op. cit.

il contratto d'investimento, ma dovranno trasmettere gli ordini frutto di offerte *online* alle banche o alle società d'investimento e saranno quest'ultime a concludere l'operazione⁵⁴. Questa prima disposizione si affianca al divieto per i gestori non di diritto di detenere strumenti di pertinenza di terzi, già esaminato in questo elaborato (per il quale si rinvia sempre *supra* cap. II, par. 2.2).

La trasmissione degli ordini e la loro conclusione da parte di una banca o di altro intermediario tradizionale rileva in termini di obblighi dei gestori autorizzati. Infatti, questi soggetti sono esenti da alcune disposizioni del T.U.F.⁵⁵ riguardanti la condotta degli operatori finanziari nell'ambito dell'attività di investimento. Nel momento in cui la banca o l'impresa finanziaria interviene, queste dovranno agire secondo i principi MiFID⁵⁶, molto più garantistici rispetto ai deontologici obblighi di condotta dei semplici gestori di portali *online*.

⁵⁴ Così sancisce l'art. 17 del regolamento che, nella formulazione successiva alle modificazioni della delibera Consob n. 19520/2016, recita nei primi due commi "Il gestore adotta misure volte ad assicurare che gli ordini di adesione alle offerte ricevuti dagli investitori siano: a) trattati in maniera rapida, corretta ed efficiente; b) registrati in modo pronto e accurato; c) trasmessi, indicando gli estremi identificativi di ciascun investitore, secondo la sequenza temporale con la quale sono stati ricevuti. Le banche e le imprese di investimento curano il perfezionamento degli ordini che ricevono per il tramite di un gestore e informano tempestivamente quest'ultimo sui relativi esiti, assicurando il rispetto di quanto previsto al comma 6."

⁵⁵ In particolare vengono in esame gli articoli 21, 22, 23, 24, 25 (dedicati allo "Svolgimento dei servizi e delle attività", così come è rubricato il capo II del Titolo II) e 32 (rubricato "Promozione e collocamento a distanza di servizi e attività di investimento e strumenti finanziari") del T.U.F.

⁵⁶ La MiFID indica la "*Markets in Financial Instruments Directive*", Direttiva n. 2004/39/CE, che tratta dei servizi di investimento. Questa, insieme alla Direttiva n. 2006/73/CE definisce una serie di principi guida inerenti l'attività degli intermediari finanziari. Inoltre nel 2014 è stata emanata la c.d. MiFID 2, la Direttiva n. 2014/65/UE, a completamento del sistema.

Tra gli autori che affrontano l'argomento si possono ricordare R. D'APICE (a cura di) "*L'attuazione della MiFID in Italia*", ed. da Il Mulino, 2010; G. STRAMPELLI "*L'informazione societaria a quindici anni dal T.U.F.: profili evolutivi e problemi*", in *Rivista delle Società*, n. 5/2014; L. ENRIQUES e S. GILOTTA "*Disclosure and Financial Market Regulation*", EUROPEAN CORPORATE GOVERNANCE INSTITUTE - ECGI, Law Working Paper No. 252/2014; Oxford Legal Studies Research Paper No. 68/2014, 11 Aprile 2014, disponibile all'indirizzo http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2423768; S. GILOTTA "*Trasparenza e riser-*

Si introduce così una prima tutela, limitata tuttavia alle operazioni più corpose. Infatti, analizzando il testo dell'art. 17 del regolamento Consob, si impone alle banche e alle imprese di investimento di applicare le disposizioni del T.U.F. (e con esse gli obblighi di derivazione MiFID) per gli ordini a loro trasmessi dai gestori dei portali quando “a) gli ordini siano impartiti da investitori-persone fisiche e il relativo controvalore sia superiore a cinquecento euro per singolo ordine e a mille euro considerando gli ordini complessivi annuali; b) gli ordini siano impartiti da investitori-persone giuridiche e il relativo controvalore sia superiore a cinquemila euro per singolo ordine e a diecimila euro considerando gli ordini complessivi annuali.” (art. 17, comma terzo, come riformulato dalla delibera n. 19520/2016). Nei casi in cui queste soglie non siano superate, l’informativa per l’investitore consisterà unicamente in un questionario⁵⁷, al fine di renderlo edotto sui rischi che comporta l’investimento in una start up e, a seguito del d.l. n. 3/2015, in una PMI innovativa.

La previsione regolamentare sembrerebbe quindi voler affermare che nel caso in cui l’ordine non sia effettuato direttamente presso una banca o un’impresa di investimento, le stesse non saranno soggette agli obblighi MiFID per le operazioni trasmesse loro dal gestore del portale a condizione che non oltrepassino le soglie dell’art. 17⁵⁸ del regolamento. La scelta di sottrarre il gestore

vatezza nella società quotata”, vol. 355 di *Quaderni di Giurisprudenza commerciale*, ed. da Giuffrè Editore, 2012; E. MACRÌ “*Informazioni privilegiate e disclosure*”, vol. 48 di *Diritto commerciale interno e internazionale*, ed. da Giappicchelli, Seconda Edizione, 2010.

⁵⁷ Così l’art. 15 del regolamento Consob: “Il gestore assicura che possano accedere alle sezioni del portale in cui è possibile aderire alle singole offerte solo gli investitori diversi dagli investitori professionali che abbiano: a) preso visione delle informazioni di *investor education* previste dall’articolo 14, comma 1, lettera k) e delle informazioni indicate al comma 1; b) risposto positivamente ad un questionario comprovante la piena comprensione delle caratteristiche essenziali e dei rischi principali connessi all’investimento in *start-up* innovative per il tramite di portali; c) dichiarato di essere in grado di sostenere economicamente l’eventuale intera perdita dell’investimento che intendono effettuare.” (secondo comma).

⁵⁸ Ed in tal senso sembra orientata E. FREGONARA “*Il crowdfunding: un nuovo strumento di finanziamento per le start up innovative*”, op. cit.

dagli obblighi MiFID si lega alla perseguita disintermediazione bancaria, ma il raggiungimento di un tale risultato appare ancora lontano, come dimostrato dal numero irrisorio di gestori iscritti e di operazioni concluse.

La soluzione per la quale si è optato nell'ambito del *crowdfunding* non è soddisfacente: eliminare le tutele non serve. Il problema delle garanzie e controlli apprestati risiede nel loro numero e coordinamento: quando sono troppi e caricano eccessivamente di costi, tempo e burocrazia, diventano inefficienti. Tuttavia la loro totale eliminazione, semplificando l'intera informativa del gestore, non farà ripartire l'economia italiana, ma creerà solo pericoli. Di fatto, i soggetti investitori diventeranno soci senza ricevere quell'apparato informativo necessario per comprendere che stanno scegliendo di condividere il rischio d'impresa. Da un lato serve velocità, quindi una razionalizzazione (e non semplificazione) dei vincoli, dall'altro i nuovi soci devono sapere cosa affrontano, tanto più nella s.r.l. dove l'attivismo sociale è un punto cardine. Serviva trovare in altre parole un compromesso tra i due estremi, partendo dall'esame dei pochi casi concreti verificatisi ed analizzando le somme e le caratteristiche degli investitori per comprendere su quali punti intervenire.

La disciplina mostra una lacuna di garanzie resa più acuta dalle modifiche intervenute dopo la consultazione di gennaio 2016, che hanno introdotto due nuovi commi all'art. 13 del regolamento ed una rilevante modifica sulla precedente formulazione dell'art. 17. Precedentemente infatti le uniche esenzioni alla

E ne condivide le conclusioni tra gli altri anche A. LAUDONIO *“La folla e l'impresa: prime riflessioni”*, Relazione al V Convegno annuale dell'Associazione Italiana dei Professori Universitari di Diritto Commerciale sul tema *“L'impresa e il Diritto Commerciale: innovazione, creazione di valore, salvaguardia del valore della crisi”*, in *Orizzonti del Diritto Commerciale*, disponibile su www.orizzontideldirittocommerciale.it/media/24322/laudonio_a_def.pdf , 22 Febbraio 2014. L'Autore in particolare si pone criticamente nei confronti della previsione, osservando che il risparmiatore che superi di poco la soglia prevista si troverebbe a dover affrontare una ingente quantità di modulistica, a volte del tutto sproporzionata rispetto all'effettiva entità dell'investimento (che potrebbe essere di appena 501 euro).

disciplina più rigida esaminata erano le operazioni al di sotto della soglia stabilita. Tuttavia, il nuovo quarto comma dell'art. 17 introduce un'ulteriore ipotesi⁵⁹.

Oggi è infatti lo stesso gestore a verificare le competenze dell'investitore, sconsigliando eventualmente di compiere l'investimento nel caso lo ritenga inadeguato alla sua esperienza e capacità. In tali casi non troverà applicazione il complesso *corpus* dei principi MiFID sulla base di una sua semplice valutazione. La previsione voleva eliminare i pressanti obblighi informativi che finivano con il disincentivare nei fatti il ricorso al *crowdfunding*⁶⁰. Di fatto l'esenzione originariamente prevista nella delibera n. 18592/2013 garantiva maggiori tutele all'investitore non professionale, ma nella prassi rimaneva su carta, non configurandosi nei fatti casi di eccezione dall'applicazione degli obblighi MiFID a causa della bassa soglia prevista⁶¹. L'introduzione della nuova esenzione finisce co-

⁵⁹ “Le disposizioni contenute nel comma 3 non si applicano quando il gestore effettua direttamente la verifica prevista dall'articolo 13, comma 5-bis.” (art 17, quarto comma). E così recitano invece gli ultimi commi dell'art. 13 del regolamento Consob, come modificato dalla delibera n. 19520/2016: “Il gestore verifica, per ogni ordine di adesione alle offerte ricevuto, che il cliente abbia il livello di esperienza e conoscenza necessario per comprendere le caratteristiche essenziali e i rischi che l'investimento comporta, sulla base delle informazioni fornite ai sensi dell'articolo 15, comma 2, lettera b). Qualora il gestore ritenga che lo strumento non sia appropriato per il cliente lo avverte di tale situazione, anche attraverso sistemi di comunicazione elettronica. Qualora il gestore non effettui direttamente la verifica prevista dal comma 5-bis, si applica l'articolo 17, comma 3.” (commi 5 *bis* e 5 *ter*).

⁶⁰ Il sistema pre-esistente era stato ampiamente criticato da A. LAUDONIO “*La folla e l'impresa: prime riflessioni*”, op. cit., il quale afferma: “Cosicché, superate le modestissime soglie che permettono di attivare la disciplina di favore, la semplificazione e il risparmio che il *crowdfunding* avrebbe dovuto teoricamente garantire all'aspirante investitore *retail* si volatilizzano, poiché per dare seguito ai suoi ordini, sarà chiamato a stipulare (presumibilmente a proprie spese) un ordinario contratto per l'erogazione dei relativi servizi di investimento con piena applicazione di tutta la disciplina di derivazione MiFID, nonché di quelle volte a contrastare il fenomeno del riciclaggio dei proventi di attività criminose. All'atto pratico, pertanto, per il piccolo risparmiatore non si registra alcuna differenza - neppure a livello di tutela - tra un qualunque investimento e quello realizzato aderendo ad un'operazione di *equity-based crowdfunding*.” (pag. 24).

⁶¹ Ed è quanto si ricava da A. LAUDONIO “*La folla e l'impresa: prime riflessioni*”, op. cit., ed anche dalle osservazioni dello Studio Legale Clearly Gottlieb Steen & Hamilton, uno

munque con il depotenziare ulteriormente le tutele per gli investitori non professionali, riducendo l'affidabilità dello strumento stesso. Forse si dovevano guardare i casi concreti per ridisegnare le soglie sulla base delle cifre effettivamente investite, senza dover optare per una totale eliminazione delle tutele informative, data la necessità di rapportarsi con investitori spesso privi di conoscenze specifiche.

Del resto una prima serie di tutele era rinvenuta da parte della dottrina⁶², anche prima della modifica intervenuta sul regolamento, nella disciplina di *disclosure ex art. 15*⁶³ del regolamento Consob. Dal testo dell'articolo si ricava

degli attori partecipanti alle consultazioni, che con riferimento all'art. 17 del regolamento scrive che “in linea con quanto emerso anche in sede di consultazione preliminare sulle modifiche al regolamento, suggeriamo di valutare un possibile innalzamento delle soglie di esenzione, al fine di rendere la stessa esenzione effettivamente operativa.” (pag. 2 del testo delle conclusioni avanzate dallo Studio Legale, liberamente disponibile all'indirizzo <http://www.consob.it/documents/46180/46181/CGSH.pdf/0143ba06-c072-405d-9040-e040c0a21a56>).

⁶² Tra gli altri le trova opportune I. CAPELLI “*L'equity based crowdfunding e i diritti del socio*”, op. cit.

L'Autrice si muove in un'ottica comparativa con il diritto statunitense, rinvenendo gli stessi doveri informativi nel *JOBS Act (Jump Our Business Startups Act)* per permettere a chi intende investire in una start up (e oggi anche in una PMI innovativa) di conoscere i rischi cui va incontro. Sottolinea invece la differenza tra gli strumenti di reazione ad eventuali violazioni degli obblighi di *disclosure*, evidenziando come nell'ordinamento statunitense la tutela del soggetto passivo sia più ampia di quella rinvenibile nel regolamento Consob, la quale risulta circoscritta ad un “complesso di strumenti di tutela, indiretta e diretta, del sottoscrittore” (pag. 9, op. cit.).

⁶³ Le informazioni che il gestore dovrà fornire all'investitore sono state ampliate dalla delibera n. 19520/2016 e il riformulato art. 15 del regolamento (rubricato proprio “Informazioni relative all'investimento in strumenti finanziari tramite portali”) recita: “Il gestore fornisce agli investitori, in forma sintetica e facilmente comprensibile, anche mediante l'utilizzo di tecniche multimediali, le informazioni relative all'investimento in strumenti finanziari tramite portali, riguardanti almeno a) il rischio di perdita dell'intero capitale investito; b) il rischio di illiquidità; c) il divieto di distribuzione di utili previsto per le start-up innovative dall'articolo 25 del decreto; d) il trattamento fiscale di tali investimenti (con particolare riguardo alla temporaneità dei benefici ed alle ipotesi di decadenza dagli stessi); e) per le start-up innovative le deroghe al diritto societario previste dall'articolo 26 del decreto nonché al diritto fallimentare previste dall'articolo 31 del decreto ; e-bis) per le PMI innovative le deroghe al diritto societario previste

che oggi il gestore non deve informare l'investitore solo in merito ai rischi che la particolare operazione comporta, ma renderlo edotto anche delle clausole derogatorie che la società potrebbe adottare essendo una start up o PMI innovativa. È sicuramente un primo passo avanti per mettere in guardia il finanziatore contro il rischio di trovarsi successivamente intrappolato nella società, laddove questa perda la qualifica *ex decreto crescita bis* o *investment compact* e torni ad essere di conseguenza una s.r.l. chiusa. La disposizione risulta ancora più opportuna alla luce del divieto di distribuzione di utili nei primi cinque anni di vita della start up. Si tratta d'altronde di investimenti in una s.r.l., le cui quote difettano di un mercato liquido e mobile. Le partecipazioni non saranno a breve termine, per la difficoltà di dismetterle in caso di fallimento o crisi.

Di fatto le tutele accordate all'investitore si riducono alle previsioni dell'art. 24, strutturato per garantire l'affidabilità della società, e dagli artt. 13 e 25, che disciplinano la revoca e il recesso.

Con riferimento alla prima ipotesi, si è già esaminata (V. *supra* cap. II, par. 2.2) la soglia di investimento del 5% che doveva essere in origine sottoscritta da banche o investitori professionali affinché l'offerta andasse a buon fine. La motivazione di questa disposizione risiede nella maggiore esperienza finanziaria che

dall'articolo 26 del decreto; f) i contenuti tipici di un *business plan* e del regolamento o statuto di un OICR; g) il diritto di recesso, ai sensi dell'articolo 13, comma 5 e le relative modalità di esercizio. Il gestore assicura che possano accedere alle sezioni del portale in cui è possibile aderire alle singole offerte solo gli investitori diversi dagli investitori professionali che abbiano: a) preso visione delle informazioni di *investor education* previste dall'articolo 14, comma 1, lettera k) e delle informazioni indicate al comma 1; b) fornito informazioni in merito alla propria conoscenza ed esperienza per comprendere le caratteristiche essenziali e i rischi che gli strumenti finanziari oggetto di offerta comportano, ove il gestore effettui direttamente la verifica prevista dall'articolo 13, comma 5-bis. Tali informazioni fanno riferimento almeno: i) ai tipi di servizi, operazioni, effettuate anche tramite portali on-line, e strumenti finanziari con i quali l'investitore ha dimestichezza; ii) alla natura, al volume e alla frequenza delle operazioni, effettuate anche tramite portali on-line, su strumenti finanziari, realizzate dall'investitore e al periodo durante il quale queste operazioni sono state eseguite; iii) al livello di istruzione, alla professione, o se rilevante, alla precedente professione dell'investitore; c) dichiarato di essere in grado di sostenere economicamente l'eventuale intera perdita dell'investimento che intendono effettuare.”.

questi soggetti dovrebbero possedere, a fronte della quale allora un loro impegno partecipativo al rischio diventa indice di un investimento considerato affidabile. Nei fatti, la soglia dell'art. 25 del regolamento era uno dei più forti ostacoli alla conclusione di operazioni di *crowdfunding* nel nostro Paese e uno dei primi articoli attaccati dai partecipanti alla consultazione del 2016. Tenendo conto delle criticità avanzate, nella delibera n. 19520/2016, come visto, la Consob ha ammesso alla sottoscrizione del 5% anche gli “investitori a supporto dell'innovazione”⁶⁴, preferendo non percorrere la strada della riduzione della soglia al 2,5%, auspicata da un gruppo di consultati. Infatti, la Commissione ha ritenuto che l'abbassamento della soglia avrebbe indubbiamente incentivato il ricorso al *crowdfunding*, ma al contempo avrebbe privato gli investitori di un congegnato apparato di cautele. L'intervento rimodulatore della Consob ha così limitato parte del *vulnus* di tutele che si sarebbe potuto verificare.

La modifica intervenuta, anche se meno di quanto sarebbe accaduto accogliendo *in toto* le proposte dei consultati, riduce tuttavia le tutele assicurate agli investitori ai fini di incentivare il ricorso a questo strumento anche da parte dei piccoli risparmiatori. La definizione che viene data di “investitori a supporto dell'innovazione” si basa essenzialmente su dati quantitativi, senza effettivamente verificare le competenze di questi nuovi soggetti in termini di valutazione dell'investimento. La loro capacità nel riconoscere una società affidabile è, in altre parole, una mera presunzione. La conseguenza è snaturare la *ratio* originaria

⁶⁴ Si confronti l'art. 24 del regolamento sull'*equity-based crowdfunding*, come modificato dalla delibera n. 19520/2016 (“[...] investitori a supporto dell'innovazione aventi un valore del portafoglio di strumenti finanziari, inclusi i depositi in contante, superiore a cinquecento mila euro, in possesso dei requisiti di onorabilità previsti dall'articolo 8, comma 1 e di almeno uno dei seguenti requisiti: i) aver effettuato, nell'ultimo biennio, almeno tre investimenti nel capitale sociale o a titolo di finanziamento soci in start-up innovative o PMI innovative, ciascuno dei quali per un importo almeno pari a quindici mila euro; ii) aver ricoperto, per almeno dodici mesi, la carica di amministratore esecutivo in una start-up innovativa o PMI innovativa, diversa dalla società offerente.”).

Per un approfondimento analitico delle caratteristiche di questi soggetti V. *supra* cap. II, par. 2.2.

della previsione, che voleva garantire l'affidabilità della società. Ancora una volta si è stati spinti dalle pressioni esterne, dovendo facilitare il ricorso al *crowdfunding*, invece che riflettere sulle ragioni che hanno portato al suo fallimento. Preso atto che le imprese italiane rimangono ancorate ai meccanismi classici di finanziamento, bisognerebbe allora intanto riformare questi e contemporaneamente aprire ad una serie di misure intermedie⁶⁵, che erodano la resistenza all'apertura e portino gli imprenditori a fidarsi del mercato in generale. Ed al contempo convincano i piccoli risparmiatori della convenienza dell'investimento.

Guardando anche a quanto detto nel primo paragrafo di questo capitolo, vi è una discrasia tra la maggiore apertura che si vuole incentivare e la corrispondente minore tutela che viene concessa. Ci si chiede fino a che punto si possa giungere in nome della ripresa economica e se svuotare il nostro sistema delle sue tutele sia davvero l'unica soluzione per risollevarlo⁶⁶. Ancora una volta, non servono

⁶⁵ Un primo tentativo ha cercato di riequilibrare i costi del capitale di debito e di rischio. L'intervento legislativo è stato attuato tramite il d.l. n. 201/2011, convertito con modificazioni in l. 22 dicembre 2011, n. 214 (in *Gazzetta Ufficiale* n. 300 del 27/12/2011, *Supplemento Ordinario* n. 276).

Il testo dell'art. 1 del decreto citato prevede un abbassamento delle aliquote applicate al rendimento del capitale proprio, al fine di "fornire un aiuto alla crescita mediante una riduzione della imposizione sui redditi derivanti dal finanziamento con capitale di rischio, nonché per ridurre lo squilibrio del trattamento fiscale tra imprese che si finanziano con debito ed imprese che si finanziano con capitale proprio, e rafforzare, quindi, la struttura patrimoniale delle imprese e del sistema produttivo italiano" (art. 1, comma 1, d.l. n. 201/2011).

Come si ricava dalle stesse parole della norma, la *ratio* era quella di incentivare i finanziamenti in *equity*. Precedentemente infatti il rapporto di *leverage* tra capitale di debito e di rischio era molto elevato in Italia, dato che le imprese preferivano ricorrere a finanziamenti in obbligazione o crediti a fronte della tassazione meno pressante sul rendimento in interessi piuttosto che in dividendi.

V. anche *supra* cap. I, par. 2.2., nota n. 44 sul rapporto di *leverage* delle imprese italiane nel 2013.

⁶⁶ Dalla mancata introduzione di una qualsiasi tutela, sembra quasi affermarsi che il fine giustifica i mezzi e che l'assenza di vincoli sia necessaria per garantire lo sviluppo economico. Le previsioni prive di imposizioni non sono d'altronde coerenti con i principi dell'ordinamento societario, che dovrebbe forse allora essere interamente distrutto e ricostruito per adattarsi alle

tante tutele, ma quelle giuste. Come ad esempio avviene nella previsione dell'art. 24 del regolamento Consob, che stabilisce alternativamente il diritto di co-vendita o di recesso dalla società (V. *supra* cap. II, par. 2.2), un primo valido, ancorché limitato, strumento di tutela contro eventuali cambi nel controllo della società, evitando per i soci investitori di dovere rimanere nell'ente contro la propria volontà.

Trattando invece delle previsioni *ex artt.* 13 e 25⁶⁷ della delibera n. 18592/2013, l'investitore gode del diritto di recesso dall'offerta e di revoca. Il primo garantisce un breve periodo di tempo - sette giorni dall'ordine - per ogni ripensamento del finanziatore, il quale potrebbe decidere di ritirarsi

intenzioni legislative, perdendo tuttavia in tal caso il suo essenziale contenuto garantistico in nome di un ipotetico sviluppo economico.

Del resto sebbene Machiavelli sia stato ispiratore di numerosi politici del passato ed egli stesso un grande studioso di politica, è ormai cosa risaputa che la frase attribuitagli non la pronunciò mai (scrivendo piuttosto che “Facci dunque uno principe di vincere e mantenere lo stato: e mezzi saranno sempre iudicati onorevoli e da ciascuno lodati”, N. MACHIAVELLI “*Il Principe*”, cap. XVIII).

⁶⁷ L'art. 13 del regolamento Consob recita al comma quinto: “Il gestore assicura agli investitori diversi dagli investitori professionali il diritto di recedere dall'ordine di adesione, senza alcuna spesa, tramite comunicazione rivolta al gestore medesimo, entro sette giorni decorrenti dalla data dell'ordine.”.

L'art. 25 si sofferma invece sulla revoca (presente anche nella rubrica della norma “Costituzione della provvista e diritto di revoca”) : “La provvista necessaria al perfezionamento degli ordini di adesione alle offerte è costituita in un conto indisponibile destinato all'offerente presso le banche o le imprese di investimento a cui sono trasmessi gli ordini. La valuta di effettivo addebito non può essere anteriore alla data di sottoscrizione degli strumenti finanziari da parte degli investitori. Gli investitori diversi dagli investitori professionali che hanno manifestato la volontà di sottoscrivere strumenti finanziari oggetto di un'offerta condotta tramite portale, hanno il diritto di revocare la loro adesione quando, tra il momento dell'adesione all'offerta e quello in cui la stessa è definitivamente chiusa, sopravvenga un fatto nuovo o sia rilevato errore materiale concernenti le informazioni esposte sul portale, che siano atti a influire sulla decisione dell'investimento. Il diritto di revoca può essere esercitato entro sette giorni dalla data in cui le nuove informazioni sono state portate a conoscenza degli investitori. Nei casi di esercizio del diritto di recesso o del diritto di revoca, nonché nel caso di mancato perfezionamento dell'offerta, i fondi relativi alla provvista prevista al comma 1 tornano nella piena disponibilità degli investitori.”.

dall'investimento senza alcuna ripercussione, anche a seguito di una più attenta valutazione delle sue capacità patrimoniale e dei rischi che l'operazione comporta⁶⁸.

Anche nell'ipotesi dell'art. 25 del regolamento il soggetto avrà sette giorni per esercitare la revoca, ma questa volta decorrenti dal fatto nuovo o dalla scoperta dell'errore materiale sulle informazioni trasmesse dal gestore. Non sono previste sanzioni per il gestore del portale *online* in nessuno dei due casi. Abbiamo quindi due diritti disciplinati per via regolamentare a tutela della volontà dell'investitore e della sua incapacità finanziaria.

Il fenomeno dell'*equity-based crowdfunding* voleva nelle intenzioni del legislatore attrarre i risparmiatori che normalmente non investono. Non è pensato per facilitare il credito bancario, né gli investitori professionali o i tradizionali intermediari finanziari, come dimostra la non applicazione ai gestori dei portali *online* autorizzati (e non di diritto) del *corpus* di origine MiFID.

Lo strumento si è tuttavia rivelato inadatto, non segnando una svolta epocale quale quella preannunciata⁶⁹, registrando un continuo e forte attaccamento delle imprese alle più tradizionali forme di indebitamento e un ingente ricorso al Fondo di Garanzia. Non è mancata dottrina⁷⁰ che ha sostenuto l'inadeguatezza

⁶⁸ Secondo I. CAPELLI "*L'equity based crowdfunding e i diritti del socio*", op. cit., si tratta di un contraltare a fronte della facilità con cui si può investire tramite *crowdfunding*, spesso senza comprendere bene i pericoli dell'investimento.

⁶⁹ Il fallimento dello strumento emerge anche da un'ottica comparativa, essendo gli investimenti nel nostro Paese in start up meno di un settimo di quelli inglesi nel triennio dal 2012 al 2014 (per un confronto tra Italia, Germania, Francia e UK si rimanda a A. MAGNANI "*Mezzo miliardo di euro raccolto per le startup. Bene il fundraising ma i fondi investono ancora troppo poco*", in *Il Sole 24 Ore*, 22 Marzo 2016, <http://www.ilsole24ore.com/art/tecnologie/2016-03-22/mezzo-miliardo-euro-raccolto-le-startup-092004.shtml?uuid=ACEG3dsC>).

Un ammontare molto basso anche guardando alla media europea raccolta tramite i fondi nel 2014, approssimativamente di 44,6 miliardi di euro (i dati sono consultabili sul sito istituzionale dell'AIFI - ASSOCIAZIONE ITALIANA DI PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL, all'indirizzo <http://www.aifi.it/category/notizie-dal-mondo/>, 16 Aprile 2016).

⁷⁰ Tra gli altri si esprime con toni particolarmente critici A. LAUDONIO "*La folla e l'impresa: prime riflessioni*", op. cit.

dello strumento di *equity-based crowdfunding* rispetto alle altre forme di finanziamento *online*.

Nell'esperienza anglosassone infatti si possono distinguere quattro diverse tipologie di *crowdfunding*, sulla base della remunerazione prevista per l'investimento ⁷¹.

La prima tipologia è il *donation-based crowdfunding*. Come suggerisce il nome stesso, si tratta di un investimento che adotta la forma giuridica della donazione, per il quale quindi non è previsto alcun ritorno. La mancanza di una qualsiasi remunerazione rende questa tipologia molto frequente negli ambiti culturali e filantropici, ma non ne mancano esempi anche nel contesto imprenditoriale.

Il secondo modello è il *reward-based crowdfunding*. In questo caso vi è una ricompensa, che assume tuttavia nella prassi le forme più disparate, consistenti nel mero ringraziamento, in oggetti puramente simbolici o in vere e proprie erogazioni. Frequente è il caso in cui i soggetti con l'investimento acquistano il prodotto futuro della società, spesso ad un prezzo più vantaggioso di quello che si dovrebbe normalmente pagare.

La terza categoria è rappresentata dal *lending-based crowdfunding*. È il classico investimento con capitale di credito, solitamente svolto per il tramite della piattaforma. A volte i finanziatori selezionano direttamente le società desti-

⁷¹ Si ripropone qui la distinzione adottata da E. FREGONARA “*Il crowdfunding: un nuovo strumento di finanziamento per le start up innovative*”, op. cit.; A. LAMBERTI, “*The financing to new companies: peculiarities of innovative start-up companies and the equity-based crowdfunding*”, in *Il Nuovo Diritto delle Società*, n. 2/2015; A. LAUDONIO “*La folla e l'impresa: prime riflessioni*”, op. cit.; M. PINTO, “*L'equity based crowdfunding in Italia al di fuori delle fattispecie regolate dal 'Decreto Crescita'*”, in *Le Società*, n. 7/2013. A questi autori si rimanda per l'analisi delle tipologie successive.

Diversamente A. BOLLETTINARI “*Il crowdfunding: la raccolta del capitale tramite piattaforme on-line nella prassi e nella recente legislazione*”, in *Il Nuovo Diritto delle Società*, n. 2/2013, che adotta una nomenclatura *sui generis*, classificando il fenomeno del *crowdfunding* in tre categorie. La distinzione analizza *in primis* il *reward-based crowdfunding*, l'*equity-based crowdfunding* e il settore di *microfinance* (avente finalità mutualistica e diretto a fornire un supporto economico “agli imprenditori (soprattutto del Terzo Mondo) che tradizionalmente non hanno accesso ai prestiti bancari perché non solvibili (c.d. *unbanked*).”, pag. 19).

natarie tra quelle presenti sul portale, altre volte invece sarà il gestore ad allocare tra i diversi enti le risorse finanziarie messe a disposizione dagli investitori. La remunerazione per i finanziatori sarà rappresentata dalla somma versata, spesso accompagnata dagli interessi. In taluni casi è possibile configurare l'investimento come acquisto di titoli obbligazionari.

Infine, l'ultima tipologia è l'*equity-based crowdfunding*, che si distingue dalle altre perché i soggetti diventano a tutti gli effetti soci dell'ente nel quale investono e in quanto tali partecipanti al capitale di rischio. Quest'ultima è l'unica forma di *crowdfunding* che ha trovato ingresso nell'ordinamento italiano grazie al decreto crescita *bis* e all'*investment compact*. Si tratta a ben vedere del modello che risponde a logiche più diverse dagli altri, non essendovi la mera volontà di investire in un progetto in cui si crede (come avviene normalmente nel caso del *donation-based* o del *reward-based*) o per ottenere un ritorno economico in termini di interessi (che è la motivazione degli investitori del *lending-based crowdfunding*). Nell'*equity-based* il soggetto non resterà esterno alla compagine sociale, ma condividerà il rischio di impresa. La sua remunerazione economica non sarà rappresentata dagli interessi del credito, ma dai dividendi della società. E bisogna ricordare che nei primi cinque anni di vita la start up non può distribuire utili, pena la perdita della qualifica (*ex lett. e*), comma secondo, art. 25, d.l. n. 179/2012).

Questo spiega in parte perché i soggetti che continuano ad interessarsi alle offerte dei portali *online* siano i professionisti, quali i fondi di *venture capital* e i *business angels*, mentre i piccoli risparmiatori rimangono disinformati ed estranei. Tale limitazione dal lato degli investitori è probabilmente una delle cause del lento decollo del *crowdfunding* nel nostro ordinamento, non riuscendo ad allargare il pubblico interessato ad investire in *equity* oltre i tradizionali soggetti.

D'altronde, analizzando la situazione europea (meno perforante di altre realtà, ma a noi più vicina per storia e tradizioni) si evince come le forme del *donation-based* e del *reward-based crowdfunding* siano le più diffuse e che anche il

lending-based è cresciuto a ritmi molto elevati nell'ultimo triennio ⁷². Solo l'*equity-based* continua a produrre risultati relativamente bassi, con crescita moderata, dovuta probabilmente anche alle somme normalmente più ingenti che vengono richieste in questo tipo di offerta e di minore diffusa disponibilità. Alla luce delle performance migliori raggiunte dagli altri strumenti, sarebbe forse stato più opportuno introdurre in Italia anche le altre tipologie di *crowdfunding* per segnare davvero un'era di disintermediazione bancaria ⁷³, come si esaminerà *infra* V. cap. III, par. 3.

Con la riforma del d.l. n. 179/2012 e del d.l. n. 3/2015, la volontà del legislatore era quella di fornire alle imprese un insieme di strumenti di finanziamento alternativi a quello bancario ⁷⁴. Il tentativo è però risultato in parte fallimentare e,

⁷² Per i dati è possibile consultare BBVA - BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA, “*Digital economy and financial systems. Crowdfunding in 360°: alternative financing for the digital era*”, *Digital Economy Watch*, 30 Gennaio 2015, C. CUESTA, S. F. DE LIS, I. ROIBAS, A. RUBIO, M. RUESTA, D. TUESTA, P. URBIOLA (a cura di), disponibile all'indirizzo https://www.bbvaesearch.com/wp-content/uploads/2015/02/Crowdfunding_Watch.pdf.

⁷³ Volendo investigare i problemi che l'*equity-based crowdfunding* solleva dal punto di vista dei destinatari degli investimenti, appare condivisibile e chiara l'osservazione che “di questa panopia di strumenti si può pronosticare che difficilmente una piccola s.r.l. in fase di crescita farà uso, anche per non andare incontro alla conseguente complicazione del governo societario e dei rapporti tra un compagine di partecipanti caratterizzata da posizioni troppo eterogenee. Peraltro il sistema normativo della s.r.l. non offre neppure una chiara e rigida strutturazione organica della società stessa, rinvenibile invece nelle s.p.a., e ciò aggrava ancora di più le tensioni interne cui si può andare incontro nel fare appello alla folla” A. LAUDONIO “*La folla e l'impresa: prime riflessioni*”, op. cit., pagg. 20-21.

⁷⁴ È quanto si ricava da MINISTERO DELLO SVILUPPO ECONOMICO - DIREZIONE GENERALE PER LA POLITICA INDUSTRIALE, LA COMPETITIVITÀ E LE PICCOLE E MEDIE IMPRESE, “*Small Business Act*”, *Le iniziative a sostegno delle micro, piccole e medie imprese adottate in Italia nel 2014 e nel primo semestre del 2015, Rapporto 2015*, ALTOBELLI, CAIAZZO, CANAZZA, CORBETTA, IORIO, MARTINI, RINAUDO, SARACINO (a cura di), dove si legge: “Sul fronte della modernizzazione della finanza aziendale, spiccano gli interventi volti a facilitare ulteriormente l'emissione di *minibond* e cambiali finanziarie da parte delle PMI e a consentire l'apertura di canali di finanziamento creditizio alternativi a quelli bancari” (pag. 5).

Sul punto V. anche MINISTERO DELLO SVILUPPO ECONOMICO, “*Restart, Italia!*”, *Rapporto della Task Force sulle startup istituita dal Ministro dello Sviluppo Economico*, op. cit., dove in riferimento alle start up si afferma: “Per poter generare un ecosistema per queste startup

in ogni caso, non sufficiente a cambiare una mentalità che trova le sue origini nel Medioevo. Lo dimostra l'ingente ricorso delle start up al Fondo di Garanzia (V. *supra* cap II, par. 1) e l'assenza di una vera e propria "cultura finanziaria"⁷⁵ nel nostro Paese.

D'altronde, per quanto auspicabile in un'economia globalizzata e per il recupero della competitività italiana, il ricorso all'*equity-based crowdfunding* da parte di start up e PMI innovative introduce alcune problematiche nel tipo s.r.l.⁷⁶, che si coniugano con quelle attinenti la categorizzazione delle quote.

è dunque necessario creare, unitamente ad un mercato tradizionale, un mercato di investitori professionali interessati a questo settore. A tal fine diventa dunque essenziale prevedere: (a) possibili vantaggi/incentivi che permettano di avere costi operativi e di struttura più contenuti (in sostanza, modalità di incentivazione a favore degli operatori professionali che decidono di operare in questo settore per renderlo più attrattivo anche per operatori che agiscono abitualmente nei settori "tradizionali"); (b) l'apertura ad altre forme di finanziamento specializzate sia in forma di *grant* (fondazioni bancarie) che *equity* (istituti di credito e *venture capitalist* sociali)." (pag. 69).

⁷⁵ Così A. TROISI, "Crowdfunding e mercato creditizio: profili regolamentari", op. cit., pag. 527, che tratta diffusamente delle criticità dell'intermediazione bancaria e della necessità di un suo superamento. L'Autrice inoltre affronta il problema dell'assenza di sufficienti conoscenze negli investitori professionali e della loro scarsa propensione al rischio. E continua, nella pagina successiva, osservando che il fenomeno del *crowdfunding* origina "una peculiare fattispecie di 'disintermediazione creditizia', laddove l'agere degli operatori bancari e finanziari si risolve esclusivamente nell'implementazione delle attività di gestione dei portali e di perfezionamento degli ordini di acquisto di quote" (pag. 528).

Sul ruolo di intermediazione delle banche si è espresso anche G. M. GROS-PIETRO, Presidente del Consiglio di Gestione di Banca Intesa San Paolo, sostenendo che gli istituti bancari godono di conoscenze adeguate al ruolo di intermediazione, avendo alle spalle una sostanziosa esperienza e *know-how* da condividere anche con gli altri attori emergenti nel sistema economico. Al contempo le imprese dovrebbero rivolgersi anche ai nuovi strumenti di finanziamento messi a disposizione nell'ultimo quinquennio (per l'intervista completa M. PLATERO, "La manifattura italiana sa tradurre in tecnologia la ricerca teorica", in *Il Sole 24 Ore*, 31 Marzo 2016, pag. 11).

⁷⁶ E per un approfondimento V. I. CAPELLI "L'*equity based crowdfunding* e i diritti del socio", op. cit., che parla di un appiattimento del tipo s.r.l. sul modello della s.p.a.

In tal senso anche ASSONIME - ASSOCIAZIONE FRA LE SOCIETÀ ITALIANE PER AZIONI "L'*impresa start up innovativa*", Circolare n. 11 del 6 Maggio 2013, in *Rivista del notariato*, fasc. n. 2/2013, dove si legge "Le deroghe più significative alla disciplina societaria ordinaria

I soci della s.r.l. start up o PMI innovative che decidano di ricorrere al finanziamento *online* sceglieranno presumibilmente di servirsi anche della deroga all'art. 2468 cod. civ. concessa dall'art. 26 del decreto crescita *bis*, creando due distinte categorie di soci. In tal modo i membri originari cercherebbero di mantenere per sé quote di controllo, permettendo ad altri soggetti di divenire soci e di condividere i rischi sociali senza tuttavia avere un effettivo potere nell'ente. È il paradosso che si crea con l'apertura incondizionata e illimitata del capitale della s.r.l. start up o PMI innovativa.

L'introduzione di strumenti alternativi al credito bancario risulta essenziale per promuovere l'economia italiana, soprattutto nell'ambito delle start up e delle PMI innovativa, ma la forma della s.r.l. così come delineata dalla riforma del d.lgs. n. 6/2003 non è la più opportuna per tutelare gli investitori, che spesso non hanno le conoscenze societarie né imprenditoriali necessarie. Sicuramente, le previsioni contenute nel regolamento Consob, nonostante le semplificazioni intervenute all'inizio dell'anno, sono una prima barriera contro i pericoli che i soci investitori incontreranno e dovranno quotidianamente affrontare nella s.r.l. start up o PMI innovativa. Tuttavia per evitare una penetrante modifica del modello, sarebbe forse più opportuno introdurre le misure cautelative non solo per le società che aprano il proprio capitale tramite *crowdfunding*, ma per tutte le s.r.l. che adottino le qualifiche del decreto crescita *bis* e dell'*investment compact*, essendo abilitate a servirsi di deroghe anomale nel loro tipo societario.

Una modifica di tal genere richiederebbe un intervento normativo organico, ben strutturato e consapevole dei molteplici dubbi e problemi a cui la nuova disciplina ha dato vita. Servirebbe quindi una veduta d'insieme che manca negli ultimi frammentati interventi legislativi.

sono previste per le start up innovative costituite in forma di srl, per le quali si consente: la creazione di categorie di quote dotate di particolari diritti; la possibilità di effettuare operazioni sulle proprie quote; la possibilità di emettere strumenti finanziari partecipativi, l'offerta al pubblico di quote di capitale. Molte di queste misure comportano un radicale cambiamento nella struttura finanziaria della s.r.l., avvicinandola a quella della s.p.a.”(pag. 3).

3. LA S.R.L. START UP O PMI INNOVATIVA: ALCUNE RIFLESSIONI CONCLUSIVE.

Le stime governative sulle PMI innovative sembrano ad un anno di distanza essere rimaste disattese. A fronte di calcoli che oscillavano tra le 7.000 e le 40.000 imprese che si sarebbero potute iscrivere nella sezione speciale dedicata alle PMI innovative, oggi tali soggetti non raggiungono neanche le 200 unità⁷⁷. È evidente che siamo in presenza di una percentuale infima rispetto ai vari milioni di imprese esistenti in Italia. Un dato sicuramente più negativo di quello che si rinviene nell'ambito delle start up, che eccedono le 5.000 società⁷⁸.

Il decreto crescita *bis* e l'*investment compact* avevano come obiettivo quello di agevolare l'apertura del capitale delle imprese e sottrarle alle pressioni economiche insite nel circuito bancario, favorendo canali di finanziamento alternativi all'intermediazione, come si evince dalla *Relazione illustrativa*. La possibilità di emettere categorie di quote sembrava chiaramente auspicare, unita alla disci-

⁷⁷ Per i dati si rimanda al <http://startup.registroimprese.it/report/pminnovative.pdf>, che riporta 152 PMI innovative (numero aggiornato al 18 Aprile 2016).

Invece sulla potenziale applicabilità della disciplina ad un pubblico molto più vasto di soggetti V. *supra* cap. II par. 1, nota. n. 23.

⁷⁸ Anche per le start up si rinvia al sito <http://startup.registroimprese.it/report/startup.pdf>, aggiornato dal Ministero dello Sviluppo Economico ogni lunedì. Al 18 Aprile 2016 risultano essere iscritte 5535 start up.

Si noti comunque che la logica sottesa alle due tipologie di impresa è molto diversa. Infatti, è stimato che mediamente in Italia una start up su dieci riesce a sopravvivere e continuare la sua attività, mentre le altre falliscono (rifacendosi a studi d'oltreoceano, L. FONTANA "Nove startup su dieci falliscono. Gli esperti: un dato positivo", in *Corriere della Sera*, 21 Giugno 2014, <http://corriereinnovazione.corriere.it/persona/2014/21-giugno-2014/tantissime-startup-falliscono-questo-dato-positivo-223438296391.shtml>, afferma i benefici in termini di progressività del sistema derivanti dall'esperienza fallimentare di alcune start up).

E sulle difficoltà che le start up incontrano nelle diverse fasi di vita V. M. PETRONE "Start-up: se la crescita passa da un collo di bottiglia", in *La Voce*, 11 Febbraio 2014, <http://www.lavoce.info/archives/16985/start-up-se-crescita-aziende-innovazione/>).

plina del *crowdfunding*, la creazione di una classe di soci-investitori, meno interessati alla gestione ed attenti invece agli utili. Già sotto questo primo aspetto il legislatore ha palesemente fallito, come dimostrato dai numeri raggiunti, molto lontani dalle cifre riscontrabili in altri Stati ⁷⁹. La riforma realizzata con i due decreti in esame non è riuscita a creare una base solida di incentivazione all'innovazione, né quella disintermediazione bancaria che si proponeva. Nei due momenti cardine dell'intervento legislativo, la realtà ha smentito e distrutto le aspettative teoriche.

Considerando poi l'ingente ricorso delle start up al Fondo di Garanzia a condizioni agevolate e confrontando il dato con lo scarso uso degli strumenti di investimenti in *equity* ⁸⁰, si evince quanto forte sia l'ostacolo rappresentato dalla tradizionale cultura italiana, legata al controllo proprietario e al *management* essenzialmente familiare, tanto nelle start up quanto nelle PMI innovative.

Inoltre, nell'ambito delle società *ex* d.l. n. 3/2015, mancano a tutt'oggi i provvedimenti attuativi per un accesso agevolato al Fondo di Garanzia a condizioni similari alle start up. Sembra del resto di potersi rinvenire in questa assenza di normativa il primo fattore del mancato allineamento quantitativo tra i due enti, tendendo conto della grande quantità di start up che si sono giovate di questo strumento e che sono state incentivate ad assumere la relativa qualifica proprio per servirsene. Il dato diventa indice di un ulteriore fallimento nell'intervento legislativo. Sebbene l'intenzione fosse favorire un atteggiamento di apertura del capitale sociale (in particolare delle s.r.l.), la maggioranza delle imprese si è ve-

⁷⁹ Basta considerare che nel solo 2014 nel Regno Unito si sono realizzate quasi l'80% delle operazioni di *crowdfunding* europee. Seguono Francia e Germania, con volumi intorno al 5%; l'Italia si ferma a 0,28%. Per i dati si rinvia a <http://italiancrowdfunding.it/crowdfunding-finanza-alternativa-europa/>.

⁸⁰ Le operazioni di *crowdfunding* concluse con successo risultano essere quattro, insieme a sette operazioni ancora in corso (per un approfondimento V. *supra* cap. II, par. 2.2., nota n. 81).

Per l'accesso da parte delle start up al Fondo di Garanzia V. *supra* cap. II, par. 1, nota n. 11, alla quale si rimanda anche per l'esame puntuale delle condizioni agevolate di copertura concesse alle start up.

stata della qualifica *ex d.l. n. 179/2012* al solo scopo di ottenere finanziamenti agevolati per il tramite del Fondo di Garanzia. In tali ipotesi, come esaminato *supra* (V. cap. II, par. 1, nota n. 11), il meccanismo non è dissimile da un credito bancario co-finanziato dallo Stato e maschera in parte un aiuto pubblico. Non si è di certo scalfita quella *forma mentis* che da sempre preferisce l'indebitamento all'apertura; al contrario è andata rafforzandosi sotto taluni aspetti, permettendo un ricorso al capitale di credito più semplice ed agevole.

In quest'ottica, sembra di potersi affermare che l'unico traguardo raggiunto dal decreto crescita *bis* e dall'*investment compact* sia stato il depauperamento delle tutele nel modello s.r.l., con la rivisitazione di una disciplina che risultava invece funzionale alla struttura societaria del tipo. L'introduzione dell'accesso agevolato al Fondo di Garanzia anche per le PMI innovative, ne favorirebbe sicuramente la diffusione. Ma la stessa non sarebbe di certo indicatrice di una maggiore innovazione in Italia, né tantomeno di un'effettiva apertura del capitale sociale. Nulla risulterebbe cambiato, ad eccezione dello strumento utilizzato per finanziarsi.

Al di là dei possibili sviluppi della normativa, rimangono aperte le criticità che il decreto crescita *bis* e l'*investment compact* sollevano rispetto ai principi e al modello codicistico.

In primo luogo, è possibile che l'impresa si trovi a godere dei vantaggi di una s.p.a. con la forma della s.r.l. senza soffrire al contempo alcuna imposizione ulteriore, potendo mantenere l'organo di controllo monocratico ed essendogli unicamente richiesto che il bilancio sia approvato da un revisore legale. A ciò si lega la difficoltà per il socio e per gli altri soggetti di dismettere la propria quota in mancanza di un mercato aperto quale quello azionario. Alla maggiore apertura della società non è corrisposto un incremento delle tutele e dei vincoli legislativi con proporzionale riduzione dell'autonomia privata, potendo la s.r.l. start up o PMI innovativa giovare dei benefici dei due principali modelli di società di capitali senza scontarne i rispettivi limiti.

In secondo luogo, si profila il rischio di un vero e proprio arbitraggio normativo⁸¹, con un rafforzamento della propensione imprenditoriale per la forma s.r.l. Potendo beneficiare dei vantaggi delle società per azioni anche adottando il modello più flessibile, non si vedono ragioni che dovrebbero portare le società italiane ad optare per il tipo azionario. Ogni impresa che non progetti di quotarsi troverà più conveniente costituirsi come s.r.l. ed assumere successivamente la qualifica di start up o PMI innovativa. E laddove la riforma del decreto crescita *bis* e dell'*investment compact* riuscisse a raggiungere i numeri auspicati, si potrebbero avere tante s.r.l. qualificate quante sono le s.p.a. oggi⁸². La minaccia è rafforzata dal meccanismo per l'iscrizione nella sezione speciale del registro delle imprese, dove l'autonomia privata rimane protagonista.

Se il legislatore avesse voluto davvero intervenire nel tessuto scarsamente competitivo italiano, aveva a sua disposizione mezzi più validi. Gravando anche le PMI innovative di vincoli in merito all'oggetto sociale, avrebbe ristretto il loro numero ma concesso i privilegi ad imprese realmente all'avanguardia. O si sarebbe potuta introdurre una normativa fiscale agevolativa solo per imprese con determinate caratteristiche, ottenendo lo stesso effetto di stimolare l'innovazione come auspicato.

Forse introdurre un esplicito modello ibrido usando anche una diversa nomenclatura, invece che intervenire fittiziamente su uno già esistente, avrebbe risolto una serie dei problemi esaminati *supra* (V. cap III, par 1), mettendo i terzi in condizione di conoscere l'entità con cui effettivamente si sarebbero andati a confrontare e di sapere *prima facie* quali sarebbero state le deroghe applicate dalla s.r.l. E non è escluso che se e quando il legislatore italiano si accorgerà del vuoto normativo causato e dei pericoli in esso insiti, possa intervenire proprio in

⁸¹ L'espressione è di P. BENAZZO "La s.r.l. start-up innovativa", op. cit.

⁸² Sul punto G. D. MOSCO "Le srl e il loro doppio", op. cit.

Si ricorda che le s.r.l. in Italia raggiungono quasi il milione e mezzo, mentre le s.p.a. sono stimate a 44.000 (V. *supra* cap. I, par. 1, nota n. 18)

tal senso, introducendo qualche più stringente limite ⁸³, che non sarebbe del resto necessariamente antagonistico all'innovazione sostenuta ⁸⁴.

È giunto forse il tempo che il legislatore cessi di essere in balia delle pressioni esercitate da più parti, fermandosi a riflettere per costruire una normativa organica, sistematica e chiara, che non potrà certo accontentare tutti gli attori del sistema economico, ma che potrebbe ritrovare l'equilibrio perso. Gli interventi degli ultimi anni hanno solo frammentato un quadro già di per sé confuso. Sembra allora calzare perfettamente con questo scenario l'immagine della tela di Penelope ⁸⁵, continuamente ricucita e disfatta senza coordinamento alcuno. Frutto

⁸³ Ed è quanto ha cercato di fare la dottrina, sostenendo l'estensione a queste "innovative" s.r.l. di alcune disposizioni previste per il modello azionario. Si rimanda alla trattazione precedente del testo (V. *supra* cap. II, par. 2.1., dal quale risultano gli sforzi della dottrina per applicare le tutele e i vincoli della s.p.a. alle categorie emesse nelle s.r.l. start up o PMI innovative e alle limitazioni del diritto di voto).

⁸⁴ In tal senso V. MINISTERO DELLO SVILUPPO ECONOMICO, "Restart, Italia!", *Rapporto della Task Force sulle startup istituita dal Ministro dello Sviluppo Economico*, op. cit. ("Per questo avanziamo anche alcune proposte specifiche per provare a diffondere la cultura dell'innovazione e lo spirito di imprenditorialità presso i ragazzi, e a far conoscere il mondo delle startup a tutta la società italiana." pag. 16).

Ed anche MINISTERO DELLO SVILUPPO ECONOMICO - DIREZIONE GENERALE PER LA POLITICA INDUSTRIALE, LA COMPETITIVITÀ E LE PICCOLE E MEDIA IMPRESE, "Small Business Act", *Le iniziative a sostegno delle micro, piccole e medie imprese adottate in Italia nel 2014 e nel primo semestre del 2015, Rapporto 2015*, op. cit. ("La finalità di queste misure è duplice: da una parte aumentare la modesta propensione all'innovazione tecnologica che caratterizza una gran parte del sistema produttivo; dall'altra, spingere soprattutto i giovani in possesso di una laurea e/o di un dottorato di ricerca in materie scientifiche verso percorsi di carattere imprenditoriale." pagg. 10-11).

⁸⁵ La metafora è suggestivamente utilizzata da F. BASSANINI "La regolazione intelligente e la 'qualità' delle liberalizzazioni", prefazione al libro di ASTRID, "La regolazione intelligente. Un bilancio critico delle liberalizzazioni italiane", B. G. MATTARELLA e A. NATALINI (a cura di), ed. da Passigli Editori, 2013, che correttamente sostiene la necessità di un appoggio dell'opinione pubblica alle riforme portate avanti dal governo e il bisogno di superare le ostilità nei confronti della classe imprenditoriale. Inoltre "va tuttavia rispettata - pare a me - una condizione: che sia sempre forte ed evidente la connessione fra le scelte di riforma proposte e il risultato finale da ottenere, in termini di promozione della crescita economica, dell'occupazione e della competitività del Paese." (pag. 10).

di queste riforme slegate è oggi l'esistenza nell'ordinamento societario italiano di due differenti società a responsabilità limitata. Da un lato c'è quella di *default*, codicistica; dall'altro le start up, PMI innovative o le s.r.l. che non hanno mantenuto la qualifica, tutte società che si allontanano dai capisaldi del modello del codice civile ⁸⁶.

Per quanto siano da auspicarsi nel nostro Paese un avanzamento del sistema finanziario e un cambiamento nella cultura e nel modo di fare impresa, vivendo un periodo tanto delicato della storia economica globale da far parlare di “cambiamento d'epoca” ⁸⁷, il metodo seguito con le riforme in esame non sembra il più corretto.

Ricercando i criteri ispiratori dei due interventi, si può osservare come il legislatore con il d.l. n. 179/2012 prenda coscienza della scarsa propensione all'innovazione in Italia e cerchi di aprire il nostro Paese a quegli *spin off* d'impresa che sono le start up e che hanno conosciuto un grande successo

⁸⁶ Le modifiche introdotte sarebbero a tal punto penetranti e, nel caso delle PMI innovative, permanenti da far parlare alcuni autori di un nuovo tipo societario. L'approccio tuttavia non sembra condivisibile, data anche la scarsa diffusione delle due qualifiche nella prassi, ma per un approfondimento del tema V. M. CIAN “*Società start-up innovative e pmi innovative*”, op. cit., che avanza dubbiosamente l'ipotesi; P. BENAZZO “*La s.r.l. start up innovativa*”, op. cit.; e accennano il problema, sospendendone la risposta M. MALTONI e P. SPADA “*L'impresa start-up innovativa costituita in società a responsabilità limitata*”, op. cit.

⁸⁷ L'espressione è di V. LUISE “*Non un'epoca di cambiamenti, ma un cambiamento d'epoca*”, http://www.instituteforthefuture.it/wp-content/uploads/2014/07/Luise_FUTURI1.pdf, dove l'Autore ripercorre brevemente la storia produttiva mondiale del XX secolo, focalizzandosi sulle profonde modifiche intervenute nelle ultime decadi con l'allontanamento dall'idea tradizionale di impresa come singolo ente ed accogliendo invece la visione di più imprese unite in un *network* coinvolgente sempre più attori esterni.

Ed in tal senso anche I. VISCO, Governatore della Banca d'Italia, nell'intervento alla presentazione del libro di Carlo Azeglio Ciampi “*A un giovane italiano*”, disponibile su www.bancaditalia.it/media/notizia/intervento-del-governatore-ignazio-visco-alla-presentazione-del-libro-a-un-giovane-italiano-di-carlo-azeglio-ciampi.

all'estero. Incoraggia quindi un'innovazione analoga a quella statunitense, dove il mercato è più vitale e più aperto del nostro ⁸⁸.

Il d.l. n. 3/2015 invece, allargando i privilegi pensati per un gruppo ristretto e ben definito di soggetti ad una serie più numerosa di enti, non affronta tanto il problema dell'innovazione quanto i limiti dimensionali che il nostro sistema economico soffre. Lo dimostrano anche i depotenziati requisiti di innovazione, più deboli di quelli in tema di start up (V. *supra* cap. II, par. 3.1). Con la riforma del d.l. n. 3/2015 il legislatore voleva fornire al maggior numero possibile di imprese gli strumenti che facilitassero l'apertura del capitale senza alcuna perdita di controllo in capo ai soci fondatori. L'obiettivo, evidentemente diverso da quello delle start up e necessario per risanare l'economia, non centra il suo bersaglio. Il sistema societario italiano continua a dipendere eccessivamente dal credito bancario e si mostra ancora oggi reticente ad aprire il capitale di rischio. Sistemi alternativi di finanziamento devono essere incoraggiati, ma insieme a riforme che incentivino anche ad un cambio di mentalità nell'impresa.

Le modifiche introdotte dai d.l. n. 179/2012 e d.l. n. 3/2015 mostrano che il legislatore ha preso coscienza del problema, ma questo non è sufficiente. Trasformare radicalmente il modello s.r.l., passando dalla centralità della personalità dei singoli soci ad un'oggettivazione standardizzata delle categorie, non può essere la soluzione, ma accresce soltanto i problemi e le criticità. Una *governance* in cui non è chiaro chi gestisce e chi no, come si tutelano i soci-investitori e in generale quali siano le regole applicabili non può avere successo nella pratica, perché l'incertezza e l'indeterminatezza sono le prime nemiche di ogni performante sistema economico ⁸⁹.

⁸⁸ Per un approfondimento sulla dinamicità del mercato USA in materia di start up L. MAUGERI "Perché l'Italia non innova più", in *Il Sole 24 Ore*, 7 Febbraio 2014, reperibile all'indirizzo <http://www.ilsole24ore.com/art/commenti-e-idee/2014-02-06/perche-italia-non-innova-piu-192303.shtml?uuid=ABRxIwu>.

⁸⁹ Laddove le incertezze non vengano superate, si creerebbe il paradosso per cui la normativa, ideata ed introdotta per fare ripartire l'impresa italiana, la frenerebbe ancora di più, cadendo in quel disfattismo per cui "se vogliamo che tutto rimanga come è, bisogna che tutto

Il decreto crescita *bis* e l'*investment compact* vanno dunque ridimensionati nella loro portata 'innovativa' e considerati per quello che sono: una prima base. Il legislatore prende coscienza di alcuni problemi dell'impresa italiana, ma non li risolve interamente né in modo ordinato e computo. Si limita piuttosto ad introdurre ogni tipo di strumento ritenga utile senza poi curarsi della sua effettiva applicazione. I decreti in esame presentano lacune che devono essere colmate e testimoniano la mancanza di una visione d'insieme che affronti realmente il contesto imprenditoriale. Tra i problemi che rimangono vivi un primo posto lo occupa il *work for equity*, che oltre alle criticità nel suo adattarsi al modello s.r.l., presenta una praticamente inesistente applicazione nella prassi. Questo strumento dovrebbe aiutare le società prive di liquidità, ma richiede ogni volta che venga utilizzato l'intervento notarile nell'atto di cessione delle quote. Dunque la mancanza di capitali della s.r.l. si ripropone non per pagare i fornitori (dove supplisce lo strumento *ad hoc*), ma per pagare il notaio. Per affrontare l'illiquidità delle società il legislatore avrebbe dovuto risanare la sotto-capitalizzazione, riducendo il problema alla sua radice.

Accanto a questo vi sono altri esempi della miopia del legislatore, con risvolti tecnici più interessanti. *In primis* la disciplina delle quote della s.r.l., che diventa non solo ambigua, ma del tutto disorganica. Se la start up o PMI innovativa s.r.l. diventa nella sostanza una s.p.a., si dovrebbe applicare la disciplina della s.p.a. per ogni lacuna normativa riscontrata, ma la volontà dei soci non era affatto questa. Se questi avessero voluto applicare la disciplina della s.p.a. avrebbero assunto tale forma. Invece hanno scelto la s.r.l., perché volevano mantenere il

cambi.” (G. TOMASI DI LAMPEDUSA “*Il Gattopardo*”, ed. da Feltrinelli, 1958). L'osservazione si ritrova anche in A. LAUDONIO “*La folla e l'impresa: prime riflessioni*”, op. cit.

Ed è d'altronde quanto osserva G. MARASÀ, “*Considerazioni sulle nuove s.r.l.: s.r.l. semplificate, s.r.l. ordinarie e start up innovative prima e dopo la L. n. 99/2013 di conversione del D.L. n. 76/2013*”, in *Le Società*, n. 10/2013, che con riferimento alla riforma delle s.r.l. semplificate e del d.l. n. 179/2012 in materia di start up osserva “[...] si tratta di figure effimere; infatti, tutte si collocano in quel profluvio di leggi emergenziali che, con interventi tanto suggestivi nelle etichette quanto, spesso, limitati negli effetti, sta sconvolgendo l'Italia.” (pag. 1095).

più alto grado di libertà ed autonomia privata possibile. Se si applica la disciplina della s.p.a., non c'è più quella libertà, ma una serie di vincoli pubblici e controlli penetranti... una serie di previsioni che potrebbero al tracollo della società stessa e che finirebbero con il divenire un vero e proprio disincentivo a costituire società in Italia. Il contrario del fine legislativo, in poche parole. Eppure accanto alla tutela dei soci nel nostro ordinamento assume un'importanza fondamentale la tutela dei terzi e di coloro che vogliono diventare soci, per i quali sarebbe necessaria un'applicazione analogica della normativa della s.p.a. L'intervento legislativo avrebbe dovuto contenere almeno un articolo che li toccasse e risolvesse la situazione di incertezza in cui vertono. Invece i soci-investitori rimangono praticamente abbandonati al loro buon senso. Guardando al modello s.r.l. nelle sue linee guida sembra si sia voluto mascherare un finanziatore da socio, costringendolo a partecipare al rischio d'impresa senza gli strumenti che gli permettano di comprenderne le conseguenze e senza riconoscergli alcun potere. Gli unici interessi cui il legislatore ha guardato sono quelli dei soci originari della s.r.l., i quali erano desiderosi di mantenere intatta la quota di controllo procurandosi contemporaneamente capitale da investire senza pressanti interessi. L'obiettivo è tra l'altro rimasto disatteso.

In secondo luogo, il fallimento dell'*equity-based crowdfunding* dimostra che l'impresa italiana non era affatto pronta ad aprirsi. Sembra in realtà quasi ironico che il legislatore tra le tante forme di *crowdfunding* introducibili, abbia scelto la meno utilizzata anche all'estero (dove le società sono solitamente più aperte delle nostre). Il *lending-based crowdfunding* sarebbe stato una soluzione di compromesso migliore. Una misura di questo genere avrebbe eliminato anche la discrasia nel rapporto tra rischio e potere, perché si sarebbero avuti soggetti esterni coinvolti nella società come creditori, non come soci. Al contempo si sarebbe perseguito il positivo effetto di allentare la dipendenza dal settore bancario. La possibilità sarebbe stata un maggiore (e sicuramente più garantito) coinvolgimento dei piccoli risparmiatori nell'impresa italiana, anche a fronte della loro scarsa propensione nell'assumere la qualifica di socio con le conseguenti maggiori responsabilità. Si sarebbe arginato inoltre il problema del controllo proprie-

tario, costruendo una lenta fiducia degli imprenditori nel mercato, senza obbligarli a cedere quote di maggioranza, che è l'obiettivo perseguito dalla riforma stessa, la quale ha cercato di coniugare il mantenimento del controllo in capo a pochi con l'apertura del capitale.

Nella fretta di garantire un sostentamento economico alle imprese il legislatore è passato da un estremo all'altro, senza accorgersi che anche le nuove soluzioni non avrebbero incontrato il favore dell'imprenditoria (e i numeri irrisori lo dimostrano), perché nel clima di incertezza instaurato non si è creata la fiducia necessaria all'apertura del capitale di rischio. Sembra che l'impresa stessa sia spaventata dai futuri sviluppi della normativa, con una persistente resistenza che nei decreti in esame non è stata considerata e che mostra che il modello teorico legislativo è del tutto autoreferente. Una soluzione intermedia, che incentivasse invece l'utilizzo dei titoli di credito, con una piena equiparazione alle obbligazioni avrebbe segnato quel passaggio graduale di cui vi era bisogno, senza toccare il fulcro della s.r.l., né presentando ostacoli in un'eventuale applicazione analogica delle disposizioni in materia di s.p.a.

Strumenti quali il *lending* o *reward-based crowdfunding* dovrebbero essere accolti con favore, così come dimostra il recente indirizzamento verso il c.d. *private debt* da parte dei fondi di investimento⁹⁰. È un metodo d'altronde che sembra stia funzionando in Stati simili al nostro nella conformazione del tessuto economico, quale la Germania, dove si evidenzia una minore dipendenza dal credito bancario a fronte di maggiori investimenti in obbligazioni⁹¹.

⁹⁰ Si rimanda sul punto al sito AIFI - ASSOCIAZIONE ITALIANA DEL PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITALE, "Il mercato italiano del private debt", Marzo 2016, disponibile in altre pubblicazioni (<http://www.aifi.it/altre-pubblicazioni/>).

⁹¹ A. PELLEGGATTA "Capitalizzazione e fonti di finanziamento delle PMI italiane: analisi delle principali criticità e prospettive" 5 Maggio 2013, UBI Banca – Unione di Banche Italiane, consultabile all'indirizzo http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2013/long-term-financing/docs/contributions/individuals-and-others/pellegatta-alessandro_it.pdf; N. BRANZOLI e G. GUAZZAROTTI "Il mercato dei private placement per il finanziamento delle imprese", Banca d'Italia in *Questioni di Economia e Finanza*, n. 262, Marzo 2015, disponibile online https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2015-0262/QEF_262.pdf; AFME - ASSOCIATION

Il mutamento da incentivare non può che essere graduale. L'ancoraggio al controllo e al *management* di stampo familiare in Italia è antico di secoli, per essere eroso servirà tempo. Lentamente anche gli imprenditori capiranno che una maggiore apertura del capitale sociale è necessaria e che può portare numerosi benefici, ma non si può pretendere che questo avvenga rapidamente, né si può credere che basti un decreto legge per convincerli. Il cambio di mentalità va curato ad un livello precedente, partendo dall'istruzione stessa delle nuove classi imprenditoriali e da un aggiornamento di quelle attuali.

Se gli interventi analizzati dimostrano che il legislatore si confronta con il problema, svelano tuttavia anche l'incapacità di coglierne le origini e conseguentemente le soluzioni. L'innovazione richiede investimenti ingenti, che nascono da profitti elevati. Per questo motivo innovare è più facile per una grande impresa che per una piccola. Privando il modello societario di tutele, spogliandolo dei suoi principi e rovesciando il rischio del fallimento sui piccoli risparmiatori non si risolve il problema della dimensione italiana, né si favorisce il clima di prosperità e fiducia necessario. Gli interventi dovrebbero essere di ben altro tipo, rafforzando la disciplina delle reti d'impresa e dei consorzi e facilitandone la normativa per permettere davvero alle società di unirsi, collaborare e investire insieme per l'innovazione condivisa. Non è facile, ma è necessario. Una riforma di tal genere sopperirebbe al problema della micro-impresa italiana, senza intaccare il rapporto che esiste tra rischio e potere, senza istituire categorie di soci che rischiano ma non gestiscono. Il d.l. n. 179/2012 e il d.l. n. 3/2015 tengono conto di argomentazioni teoriche, ma non dei loro risvolti pratici. L'economia italiana ha bisogno di imprese che collaborino per affrontare le dimensioni del mercato globale, non di aumentare i soggetti che condividono il rischio della società, tanto più se questi non sono posti nelle condizioni di conoscere effettivamente cosa significhi essere soci di queste entità ibride. Non si dovrebbero imporre requisiti

FOR FINANCIAL MARKETS IN EUROPE “*Raccolta di finanziamenti per le piccole e medie imprese europee. Una guida pratica al reperimento di finanziamenti tramite prestiti, obbligazioni e capitale*”, Settembre 2015, consultabile sul sito <http://www.borsaitaliana.it/pro-link/studiericerche/raisingfinanceforeurope.pdf>

scoordinati, che non possono garantire alcuna innovazione, ma creare un mercato che sia realmente competitivo e che permetta solo alle imprese migliori di sopravvivere. Imprese che sapranno cogliere le opportunità economiche e che sapranno innovare ed innovarsi quando sarà necessario.

Il modello del tutto ibrido costruito dai decreti in esame può trovare applicazione solo nel breve periodo, ma non aiuterebbe certo l'impresa nel lungo periodo. Per risolvere i problemi non basta intervenire sporadicamente e disorganicamente, con interventi alluvionali che stravolgono l'ordinamento. Talvolta nell'ordinamento c'è già quanto è necessario per innovare, basta comprendere come rafforzarlo.

Il decreto crescita *bis* e l'*investment compact* lasciano aperte troppe lacune normative per dare alle imprese quella certezza di cui necessitano. E nell'ambito della s.r.l. stravolgono i principi del nostro ordinamento. Si è visto come nella riforma del d.lgs. n. 6/2003 il legislatore volesse abbandonare l'idea della s.r.l. come "piccola società per azioni", mentre con le qualifiche di start up o PMI innovative si dà ingresso nel modello ai vantaggi del tipo azionari. La scelta deve essere presidiata da tutele, *in primis* con una riforma del sistema di controllo in queste s.r.l. innovative, con un rafforzamento dell'intervento pubblico nell'assunzione della qualifica e con collegi sindacali più forti, con soci-investitori tutelati tramite associazioni di categoria e con rappresentanti nell'amministrazione. Si dovrebbero introdurre anche meccanismi di difesa e garanzia dei soci-investitori, non affidando più l'intero apparato di gestione e controllo ad un attivismo che verrà inevitabilmente meno. In Italia non serve un sistema povero di tutele come quello azionario americano, perché nella s.r.l. non c'è alcun mercato come interfaccia per il socio. C'è solo la società. Ed è in questa che vanno introdotte le misure di tutela, recuperando l'equilibrio tra ciò che si rischia e ciò su cui si esercita il potere. Non si può privare di rischio chi gestisce il potere, con quote personalizzate pesanti nella gestione sociale, e al contempo svuotare di ogni prerogativa la partecipazione di chi rischia, investendo cifre ingenti per quote senza voto. L'unico risultato sarebbe stravolgere i principi societari.

Del resto il rapporto esistente tra rischio e potere richiede che ad una maggiore apertura corrisponda un maggiore controllo e una minore autonomia privata. Con le riforme delle s.r.l. start up e PMI innovative il legislatore non ha perseguito questo equilibrio, eliminando ogni tutela e non curandosi del fatto che alcuni controlli si rendono talvolta necessari. Non si tratta di introdurre molte garanzie, ma solo quelle giuste.

BIBLIOGRAFIA

ABRIANI N., *“Diritto delle società. Manuale breve”*, ed. da Giuffré Editore, 2012, pagg. 304 e ss;

AFME - ASSOCIATION FOR FINANCIAL MARKETS IN EUROPE, *“Raccolta di finanziamenti per le piccole e medie imprese europee. Una guida pratica al reperimento di finanziamenti tramite prestiti, obbligazioni e capitale”*, Settembre 2015, <http://www.borsaitaliana.it/pro-link/studiericerche/raisingfinanceforeurope.pdf>;

AIFI - ASSOCIAZIONE ITALIANA DEL PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITALE, *“Il mercato italiano del private debt”*, Marzo 2016, disponibile tra altre pubblicazioni <http://www.aifi.it/altre-pubblicazioni/>;

AIFI - ASSOCIAZIONE ITALIANA DEL PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL, in collaborazione con FRESHFIELDS BRUCKHAUS DERINGER, *“Private Equity e corporate governance delle imprese”*, Commissione Corporate Governance (a cura di), www.aifi.it/?wpdmact=process&did=OTA2LmhvdGxpbms=;

ALBANESE A., *“Il controllo preventivo sugli atti delle società di capitali e delle cooperative fra storia e cronaca”*, in *Rivista trimestrale di Diritto e Procedura Civile*, n. 3/2001;

ALBARETO G. e FINALDI RUSSO P., *“Fragilità finanziaria e prospettive di crescita: il razionamento del credito alle imprese durante la crisi”*, in *Questioni di Economia e Finanza (Occasional Papers)*, n. 127/2012, reperibile online su <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2012-0127/index.html>;

ASSONIME - ASSOCIAZIONE FRA LE SOCIETÀ ITALIANE PER AZIONI, *“L’impresa start up innovativa”*, Circolare n. 11 del 6 Maggio 2013, in *Rivista del notariato*, fasc. n. 2/2013;

ASSONIME - ASSOCIAZIONE FRA LE SOCIETÀ ITALIANE PER AZIONI, *“Le imprese innovative”*, Circolare n. 6 del 22 febbraio 2016, consultabile all’indirizzo

<http://www.assonime.it/AssonimeWeb2/dettaglio.jsp?id=264272&idTipologiaDettaglio=451>;

ATTANASIO F., “*S.r.l. semplificata verso il superamento della nozione di capitale sociale?*, *Il Commento*”, in *Le Società*, n. 8-9/2012;

BARBATI G.; “*L'ecosistema israeliano delle startup*”, in *Il Sole 24 Ore*, 27 ottobre 2013, http://www.ilsole24ore.com/art/tecnologie/2013-10-25/l-ecosistema-israeliano-startup-155415.shtml?uuid=ABpYLMZ&refresh_ce=1;

BASSANINI F.; “*La regolazione intelligente e la ‘qualità’ delle liberalizzazioni*”, prefazione al libro di ASTRID, “*La regolazione intelligente. Un bilancio critico delle liberalizzazioni italiane*”, B. G. MATTARELLA E A. NATALINI (a cura di), ed. da Passigli Editori, 2013;

BATTAGLIA R., “*I nuovi procedimenti di composizione della crisi da sovraindebitamento dopo il maquillage della L. n. 3/2012*”, in *Il Fallimento*, n. 12/2013;

BBVA - BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA, “*Digital economy and financial systems. Crowdfunding in 360°: alternative financing for the digital era*”, *Digital Economy Watch*, 30 Gennaio 2015, CUESTA, DE LIS, ROIBAS, RUBIO, RUESTA, TUESTA, URBIOLA (a cura di), liberamente consultabile all’indirizzo [online www.bbvaesearch.com/wp-content/uploads/2015/02/Crowdfunding_Watch.pdf](http://www.bbvaesearch.com/wp-content/uploads/2015/02/Crowdfunding_Watch.pdf);

BENAZZO P., “*I controlli interni nella s.r.l. dal 1942 al 2012*”, in *Rivista di Diritto Societario*, n. 1/2013;

BENAZZO P., “*I controlli nelle società a responsabilità limitata: singolarità del tipo od omogeneità della funzione*”, in *Rivista delle società*, n. 1/2010;

BENAZZO P., “*La s.r.l. Start Up innovativa*”, in *Nuove Leggi Civili Commentate*, n. 1/2014;

BERNANKE B. S. e LOWN C. S., “*The Credit Crunch*”, in *Brookings Papers on Economic Activity*, n. 2/1991;

BIANCHI S., “*Fair Value*’: scelta di trasparenza oppure uno degli imputati del ‘Credit Crunch’?”, in *Rivista dei Dottori Commercialisti*, n. 6/2008;

BLANDINI A., “*Servizi finanziari per via telematica e le prospettive del diritto societario online*”, in *Banca Borsa Titoli di Credito*, n. 1/2016;

BOLLETTINARI A. “*Il crowdfunding: la raccolta del capitale tramite piattaforme online nella prassi e nella recente legislazione*”, in *Il Nuovo Diritto delle Società*, n. 2/2013;

BOLLETTINARI A., “*Le novità previste dal D.L. 3/2015: l’introduzione delle ‘piccole e medie imprese innovative?’ e la modifica della disciplina della startup innovativa*” in *Il Nuovo Diritto delle Società*, n. 4/2015;

BRANZOLI N. e GUAZZAROTTI G., “*Il mercato dei private placement per il finanziamento delle imprese*”, Banca d’Italia in *Questioni di Economia e Finanza*, numero 262, Marzo 2015, https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2015-0262/QEF_262.pdf;

BUSANI A., “*Il Commento*”, in *Le Società*, n 10/2013;

BUSANI A., “*Srl : il nuovo ordinamento dopo il D. Lgs. 6/2003*”, ed. da Egea, 2003;

CAGNASSO O., “*I diritti particolari di soci di s.r.l. Profili operativi*”, in *Il Nuovo Diritto delle Società*, n. 6/2007;

CAGNASSO O., “*Le novità relative alla s.r.l.*”, in *Il Nuovo Diritto delle Società*, n. 9/2015;

CAGNASSO O., “*Note in tema di start up innovative, riduzione del capitale e stato di crisi (dalla ‘nuova’ alla ‘nuovissima’ s.r.l.)*”, in *Il Nuovo Diritto delle Società*, n. 5/2014;

CAMERA DEI DEPUTATI, “*Misure urgenti per il sistema bancario e per gli investimenti – Decreto-legge n. 3/2015, A.C. 2844, Verifica delle quantificazioni*”, 3 Marzo 2015, documenti.camera.it/Leg17/Dossier/Pdf/VQ2844.Pdf;

CAMERE DI COMMERCIO D’ITALIA, “*Report trimestrale. 4° Trimestre 2015. Tavola 6 - Dati strutturali: StartUp. Numero di dipendenti*”, http://startup.registroimprese.it/report/4_trimestre_2015.pdf;

CAMPOBASSO G. F., “*Diritto Commerciale 2. Diritto delle società*”, ed. da UTET Giuridica, 2012, 8^a Edizione, M. CAMPOBASSO (a cura di);

CAPELLI I., “*L’equity based crowdfunding e i diritti del socio*”, Relazione al V Convegno annuale dell’Associazione Italiana dei Professori Universitari di Diritto Commerciale sul tema “*L’impesa e il Diritto Commerciale: innovazione, creazione di valore, salvaguardia del valore della crisi*”, in *Orizzonti del Diritto Commerciale*, www.orizzontideldirittocommerciale.it/media/24090/capelli_i.pdf, 22 febbraio 2014;

CAPPIELLO R., “*Rassegna di diritto societario (1993-1998): Azioni, quote e obbligazioni*”, in *Rivista delle Società*, n. 3-4/2000;

CARRIÈRE P., “*Il problematico inquadramento delle Investment Companies nel vigente quadro normativo del mercato finanziario*”, in *Rivista delle Società*, n. 5/2007;

CIAFARELLI R., “*Le start-up innovative*”, in *Giornale del diritto amministrativo*, n. 3/2013;

CIAN M., “*Le start-up innovative a responsabilità limitata: partecipazioni, altri rapporti partecipativi e nuovi confini del tipo*”, in *Nuove Leggi Civili Commentate*, n. 6/2014;

CIAN M., “*Società start-up innovative e pmi innovative*”, in *Giurisprudenza Commerciale*, n. 6/2015

CHEFFINS B. R., “*The History of Corporate Governance*”, in *Oxford Handbook of Corporate Governance*, Mike Wright, Donald Siegel, Kevin Keasey e Igor Filatotchev, eds. Oxford University Press 2013, University of Cambridge, Faculty of Law, Research Paper n. 54/2012, ECGI - European Corporate Governance Institute, Law Working Paper n. 184/2012, articolo consultabile all’indirizzo http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1975404;

CONSIGLIO DEI MINISTRI, *Relazione al D.Lgs. n. 6/2003, Riforma organica della disciplina delle società di capitali e società cooperative, in attuazione della legge 3 Ottobre 2001, n. 366*, liberamente accessibile online all’indirizzo http://www.tuttocamere.it/files/dirsoc/RDS_RELAZIONE_Cod_Civ.pdf;

CONSOB , “*Revisione del Regolamento n. 18592 del 26 giugno 2013 sulla raccolta di capitali di rischio da parte di start-up innovative tramite portali on-line. Documento ‘Esiti della Consultazione’*” del 25 febbraio 2015, http://www.consob.it/documents/46180/46181/esiti_crwd_20151203.pdf/8a6b5227-4452-4594-b539-6abb5374b8df;

COSSU M., “*Nuovi modelli di s.r.l. nella legislazione italiana recente*”, in *Banca Borsa Titoli di Credito*, n. 4/2015;

CRIMALDI G.; “*Nuove opportunità di lavoro e start up: ecco come Israele vince la sfida mondiale. Tel Aviv capitale dell’innovazione*”, in *Il Mattino*, 15 Febbraio 2015, http://www.ilmattino.it/economia/israele_start_up_lavoro-866799.html;

D’APICE R. (a cura di), “*L’attuazione della MiFID in Italia*”, ed. da Il Mulino, 2010;

DE LUCA R., “*Il crowdfunding: quadro normativo, aspetti operativi e opportunità. Documento del 31 Luglio 2015*”, consultabile all’indirizzo internet www.fondazionenazionalecommercialisti.it/node/846;

ENRIQUES L. e GILOTTA S., “*Disclosure and Financial Market Regulation*”, EUROPEAN CORPORATE GOVERNANCE INSTITUTE - ECGI, Law Working Paper No. 252/2014; Oxford Legal Studies Research Paper No. 68/2014, 11 Aprile 2014, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2423768;

EUROPEAN COMMISSION, DIRECTORATE-GENERAL FOR INTERNAL MARKET, INDUSTRY, ENTREPRENEURSHIP AND SMES, *Report “Innovation Union Scoreboard 2015”*, HOLLANDERS, ES-SADKI, KANERVA (a cura di), GARCIA-PORRAS, LICCIARDELLO, NICKLAS (coordinato da), consultabile liberamente all’indirizzo ec.europa.eu/growth/industry/innovation/facts-figures/scoreboards/files/ius-2015_en.pdf;

FERRARINI G., *“I costi dell’informazione societaria per le PMI: mercati alternativi, ‘crowdfunding’ e mercati privati”*, in *Analisi Giuridica dell’Economia*, n. 1/2013;

FONTANA L.; *“Nove startup su dieci falliscono. Gli esperti: un dato positivo”*, in *Corriere della Sera*, 21 Giugno 2014, articolo reperibile *online* all’indirizzo <http://corriereinnovazione.corriere.it/persone/2014/21-giugno-2014/tantissime-startup-falliscono-questo-dato-positivo-223438296391.shtml>;

FREGONARA E., *“Il crowdfunding: un nuovo strumento di finanziamento per le start up innovative”*, Relazione al V Convegno annuale dell’Associazione Italiana dei Professori Universitari di Diritto Commerciale sul tema *“L’impresa e il Diritto Commerciale: innovazione, creazione di valore, salvaguardia del valore della crisi”*, in *Orizzonti del Diritto Commerciale*, in www.orizzontideldirittocommerciale.it/media/24242/fregonara_e.pdf, 22 febbraio 2014;

FREGONARA E., *“La start up innovativa : uno sguardo all’evoluzione del sistema societario e delle forme di finanziamento”*, ed. da Giuffrè, 2013;

GANZ B., *“Le imprese venete scommettono sull’innovazione per la ripresa”*, in *Il Sole 24 Ore*, 19 gennaio 2015, <http://www.ilsole24ore.com/art/impresa-e-territori/2015-01-19/le-imprese-venete-scommettono-sull-innovazione-la-ripresa-143620.shtml?uuid=ABr8XHgC>;

GILOTTA S., *“Trasparenza e riservatezza nella società quotata”*, vol. 355 di *Quaderni di Giurisprudenza commerciale*, ed. da Giuffrè, 2012

GUACCERO A., “*La start-up innovativa in forma di società a responsabilità limitata: raccolta del capitale di rischio ed equity crowdfunding*” in *Banca Borsa Titoli di Credito*, n. 6/2014;

GUIDANTONI S., “*Start up innovative: esigenze per la crescita*”, in *Il Fisco*, n. 15/2014;

ISTAT - ISTITUTO NAZIONALE DI STATISTICA, “*Rapporto Annuale 2014 - La situazione del Paese*”, *Capitolo 2: ‘Il sistema delle imprese: effetti della crisi e potenzialità di crescita’*, <http://www.istat.it/it/archivio/120991>;

ISTAT - ISTITUTO NAZIONALE DI STATISTICA, Rapporto di dicembre 2015, “*L’imprenditorialità in Italia, anni 2012-2014*”, disponibile all’indirizzo http://www.istat.it/it/files/2015/12/Imprenditorialita_in_Italia_2012_2014.pdf?title=Imprenditorialità+in+Italia+-+22%2Fdic%2F2015+-+Testo+integrale.pdf;

LAMBERTI A., “*The financing to new companies: peculiarities of innovative start-up companies and the equity-based crowdfunding*”, in *Il Nuovo Diritto delle Società*, n. 2/2015;

LAUDONIO A., “*La folla e l’impresa: prime riflessioni*”, Relazione al V Convegno annuale dell’Associazione Italiana dei Professori Universitari di Diritto Commerciale sul tema “*L’impresa e il Diritto Commerciale: innovazione, creazione di valore, salvaguardia del valore della crisi*”, in *Orizzonti del Diritto Commerciale*, liberamente consultabile online all’indirizzo internet www.orizzontideldirittocommerciale.it/media/24322/laudonio_a_def.pdf, 22 Febbraio 2014;

LUISE V., “*Non un’epoca di cambiamenti, ma un cambiamento d’epoca*”, Luglio 2014, articolo consultabile all’indirizzo http://www.instituteforthefuture.it/wp-content/uploads/2014/07/Luise_FUTURI1.pdf, 28 Maggio 2016;

MACRÌ E., “*Informazioni privilegiate e disclosure*”, vol. 48 di *Diritto commerciale interno e internazionale*, ed. da Giappicchelli, Seconda Edizione, 2010.

MAGNANI A.; “*Mezzo miliardo di euro raccolto per le startup. Bene il fundraising ma i fondi investono ancora troppo poco*”, in *Il Sole 24 Ore*, 22 Marzo 2016, <http://www.ilsole24ore.com/art/tecnologie/2016-03-22/mezzo-miliardo-euro-raccolto-le-startup-092004.shtml?uuid=ACEG3dsC>;

MAGRI S., SERVIZIO STABILITÀ FINANZIARIA DELLA BANCA D’ITALIA, “*L’esigenza di patrimonializzazione delle imprese italiane*”, su *Borsa Italiana*, 26 settembre 2014”, il rapporto è liberamente accessibile all’indirizzo <http://www.borsaitaliana.it/azioni/mercati/ipoday2014/pptbancaitalia.pdf>;

MALTONI M. e SPADA P., “*L’impresa start up innovativa costituita in società a responsabilità limitata*”, in www.cavererespondere.it, 27 febbraio 2013;

MAMBRIANI A., “*Le società a responsabilità limitata con capitale inferiore ad euro 10.000*”, in *Il Nuovo Diritto delle Società*, n. 4/2015;

MANCINI G., “*Fino a 40mila pmi innovative*”, in *Il Sole 24 Ore*, “www.ilsole24ore.com/art/impresa-e-territori/2015-03-07/fino-40mila-pmi-innovative-081323.shtml?uuid=abnklh5c”, 7 marzo 2015;

MARASÀ G., “*Considerazioni sulle nuove s.r.l.: s.r.l. semplificate, s.r.l. ordinarie e start up innovative prima e dopo la L. n. 99/2013 di conversione del D.L. n. 76/2013*”, in *Le Società*, n. 10/2013;

MARRONI L., “*Verso un mercato delle cambiali finanziarie*”, in *Giurisprudenza Commerciale*, n. 5/2015;

MAUGERI L.; “*Perché l’Italia non innova più*”, in *Il Sole 24 Ore*, 7 Febbraio 2014, <http://www.ilsole24ore.com/art/commenti-e-idee/2014-02-06/perche-italia-non-innova-piu-192303.shtml?uuid=ABRxIwu>;

MICALUDI F. M., “*Start Up: problematiche ed opportunità per i dottori commercialisti*”, in *Rivista dei Dottori Commercialisti*, n. 4/2011;

MINISTERO DELLO SVILUPPO ECONOMICO, *Circolare 3681/C*, 22 Giugno 2015, http://www.sviluppoeconomico.gov.it/images/stories/normativa/Circolare_TAG%202_Rev_MC.pdf;

MINISTERO DELLO SVILUPPO ECONOMICO, *“Restart, Italia!”*, *Rapporto della Task Force sulle startup istituita dal Ministro dello Sviluppo Economico*, BIFFI, BARBERIS, CARCANO, DE BIASE, D’ELIA, DI CAMILLO, DONADON, MARIANI, MAGRINI, POZZI, RAGUSA, SOLDA-KUTZMANN (a cura di), coordinati da A. FUSACCHIA, 10 settembre 2012, il rapporto è da tutti consultabile all’indirizzo www.sviluppoeconomico.gov.it/images/stories/documenti/rapporto-startup-2012.pdf;

MINISTERO DELLO SVILUPPO ECONOMICO, *“Sintesi dei dati sull’accesso al credito da parte delle startup innovative e degli incubatori certificati mediante l’intervento del Fondo di Garanzia per le PMI”*, 5° Edizione bimestrale, 31 dicembre 2015, la sintesi è reperibile online all’indirizzo http://www.sviluppoeconomico.gov.it/images/stories/documenti/Dati_startup_incubatori_FGPMI_5_ed_31_dicembre_2015.pdf;

MINISTERO DELLO SVILUPPO ECONOMICO - DIREZIONE GENERALE PER LA POLITICA INDUSTRIALE, LA COMPETITIVITÀ E LE PICCOLE E MEDIA IMPRESE, *“‘Small Business Act’, Le iniziative a sostegno delle micro, piccole e medie imprese adottate in Italia nel 2014 e nel primo semestre del 2015, Rapporto 2015”*, ALTOBELLI, CAIAZZO, CANAZZA, CORBETTA, IORIO, MARTINI, RINAUDO, SARACINO, http://www.sviluppoeconomico.gov.it/images/stories/documenti/RAPPORTO_SBA_DEFINITIVO.pdf;

MOSCO G. D., *“Le s.r.l. e il loro doppio”*, in *La Voce*, articolo disponibile online su www.lavoce.info/archives/36402/le-srl-e-il-loro-doppio/, 5 agosto 2015;

MUCCIARELLI F., *“La riduzione del capitale per perdite”*, in *“S.r.l. Commentario”*, DOLMETTA A. A. e PRESTI G. (a cura di); ed. da Giuffrè, 2011;

PELLEGATTA A. (con UBI Banca), *“Capitalizzazione e fonti di finanziamento delle PMI italiane: analisi delle principali criticità e prospettive”* 5 Maggio

2013, su http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2013/long-term-financing/docs/contributions/individuals-and-others/pellegatta-alessandro_it.pdf;

PETRONE M., “*Start up: se la crescita passa da un collo di bottiglia*”, in *La Voce*, 11 Febbraio 2014, www.lavoce.info/archives/16985/start-up-se-crescita-aziende-innovazione/;

PIATTELLI U., “*Il crowdfunding in Italia. Una regolamentazione all’avanguardia o un’occasione mancata?*”, ed. da Giappichelli, 2013;

PIETRABISSA R., “*Israele, le startup e gli investimenti in ricerca di base*” in *Corriere della sera*, 22 Luglio 2015, articolo disponibile online http://corriereinnovazione.corriere.it/2015/07/22/israele-startup-investimenti-ricerca-base-b7fee146-3032-11e5-8ebc-a14255a4c77f.shtml?refresh_ce-cp;

PINTO M., “*L’equity based crowdfunding in Italia al di fuori delle fattispecie regolate dal ‘Decreto Crescita’*”, in *Le Società*, n. 7/2013;

PLATERO M., “*La manifattura italiana sa tradurre in tecnologia la ricerca teorica*”, in *Il Sole 24 Ore*, 31 Marzo 2016, pag. 11;

POLICARO G., “*I finanziamenti dei soci alla società nei vari ordinamenti*”, in *Il Nuovo Diritto delle Società*, n. 8/2015;

PRISCO M., “*Le Stock Option ed il Work For Equity nelle start up innovative*”, in *Businessjus*, www.businessjus.com/wp-content/uploads/2014/05/Stock-Option-and-Work-for-Equity-vs-1BJ.pdf, 19 giugno 2014;

Relazione Illustrativa al D.L. n. 179/2012, Ulteriori misure urgenti per la crescita del Paese, consultabile liberamente online all’indirizzo http://www.tuttocamere.it/files/Archivio/Secondo_Decreto_Sviluppo_Relazione.pdf;

Relazione Illustrativa della legge n. 33/2015, consultabile all’indirizzo http://www.camera.it/leg17/995?sezione=documenti&tipoDoc=lavori_testo_pdl&idLegislatura=17&codice=17PDL0028050;

RICCIARDIELLO E., “*Il socio amministratore di s.r.l.*”, “*Quaderni di giurisprudenza commerciale*”, Vol. 314, ed. da Giuffrè, 2008.

SALVATORE L., “*Le start up innovative tra dato normativo e prassi contrattuali*”, in *Il Nuovo Diritto delle Società*, n. 19/2014;

SANTAGATA R., “*I diritti particolari dei soci*”, in “*S.r.l. Commentario*”, A. A. DOLMETTA e G. PRESTI (a cura di), ed. da Giuffrè, 2011;

SCHIVARDI F., “*L’impresa italiana, tra innovazione e ristrutturazione*”, in *La Voce*, su www.lavoce.info/archivese/32604/limpresa-italiana-innovazione-ristrutturazioni/, 27 Gennaio 2015;

SERVIZIO STUDI – DIPARTIMENTO ATTIVITÀ PRODUTTIVE, SERVIZIO STUDI – DIPARTIMENTO FINANZE, SEGRETERIA GENERALE – UFFICIO RAPPORTI CON L’UNIONE EUROPEA, “*Misure Urgenti per il sistema bancario e gli investimenti – Decreto-legge n. 3/2015, A.C. 2844, Schede di lettura n. 267*”, documenti.camera.it/Leg17/Dossier/pdf/D15003.pdf, 2 Febbraio 2015;

SERVIZIO STUDI - DIPARTIMENTO ATTIVITÀ PRODUTTIVE, “*Ulteriori misure urgenti per la crescita del Paese - D.L. 179/2012- A.C. 5626 - Schede di lettura*”, documenti.camera.it/leg16/dossier/Testi/D12179.htm# Toc348596373, 10 Dicembre 2012;

STELLA RICHTER M., “*Antecedenti e vicende della società a responsabilità limitata*”, in “*S.r.l. Commentario*”, DOLMETTA A. A. e PRESTI G. (a cura di), ed. da Giuffrè, 2011;

STRAMPELLI G., “*L’informazione societaria a quindici anni dal T.U.F.: profili evolutivi e problemi*”, in *Rivista delle Società*, n. 5/2014;

TROISI A., “*Crowdfunding e mercato creditizio: profili regolamentari*”, in *Contratto e Impresa*, n. 2/2014;

VERNA A., “*Work for equity, cos’è e perché è poco utilizzato dalle startup*”, <http://it.startupbusiness.it/news/work-for-equity-nelle-startup-ecco-i-limiti/83226/>, 24 febbraio 2016;

VITALI M. L., “*Equity crowdfunding: la nuova frontiera della raccolta del capitale di rischio*”, in *Rivista delle Società*, n. 2-3/2014;

VIVANTE C., “*Contributo alla riforma delle società anonime*”, in *Rivista del Diritto Commerciale*, 1934, I, pag. 312;

ZANARONE G., “*Della società a responsabilità limitata*” in *Il codice civile. Commentario*, ed. da Giuffrè, 2010;

ZANARONE G., “*Società a responsabilità limitata*”, in “*Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell’economia*”, GALGANO F. (diretto da), ed. da Cedam, 1985, vol. 8°;

WORLD BANK GROUP, Rapporto “*Doing Business 2016, Measuring regulatory quality and efficiency*”, <http://www.doingbusiness.org>;

GIURISPRUDENZA

CASSAZIONE CIVILE, SEZ. I, SENT. N. 8048 del 3 settembre 1996, su <https://www.iusexplorer.it/Dejure/Sentenze?idDocMaster=2312171&idDataBanks=2&idUnitaDoc=0&nVigUnitaDoc=1&pagina=1&NavId=1320620330&pid=19&IsCorr=False>;

CASSAZIONE CIVILE, SEZ. I, SENT. N. 796 del 25 gennaio 2000 in *Giustizia civile massimario* 2000, 130;

CASSAZIONE CIVILE, SEZ. I, SENT. N. 9194 del 14 maggio 2004, in *Giustizia civile massimario* 2004, 5;

CASSAZIONE CIVILE SEZ. III, sent. n. 22361 del 21 ottobre 2009, in *Giustizia civile massimario*, 2009, 10;

CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, Massima n. 39 del 19 novembre 2004, <http://www.consiglionotarilemilano.it/documenti-comuni/massime-commissione-societa/39.aspx>;

CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, massima n. 73 del 22 Novembre 2005, <http://www.consiglionotarilemilano.it/documenti-comuni/massime-commissione-societa/73.aspx>;

CORTE DI GIUSTIZIA DELL'UNIONE EUROPEA, CAUSA C-212/97, SENTENZA 9 marzo 1999, la sentenza in italiano è reperibile *online* all'indirizzo <http://curia.europa.eu/juris/document/document.jsf?docid=44462&doclang=IT>;

CORTE DI GIUSTIZIA DELL'UNIONE EUROPEA, C-167/01, 30 settembre 2003, <http://curia.europa.eu/juris/showPdf.jsf?text=&docid=48634&pageIndex=0&doclang=IT&mode=lst&dir=&occ=first&part=1&cid=626381>;

TRIBUNALE DI MILANO, SEZ. SPECIALIZZATA IMPRESA, sent. n. 9906 del 4 agosto 2014, Redazione Giuffrè 2014, disponibile *online* su <http://www.iusexplorer.it/Giurisprudenza/Massima?idDocMaster=4367480&idDataBanks=0&idUnitaDoc=0&nVigUnitaDoc=1&pagina=1&NavId=2116218693&pid=19&IsCorr=False>;